

BENJAMIN GRAHAM

A Z I N T E L L I G E N S

//

B E F E K T E T Ö

AZ INTELLIGENS BEFEKTETŐ

Átdolgozott kiadás

"Hogy van ezer vész és válság, az igaz, de [...] mint megígérte a végzet, békés hon vár ránk."

Vergilius, *Aeneis* (Lakatos István fordítása)

AZ INTELLIGENS BEFEKTETŐ

Gyakorlati tanácsok befektetőknek

Átdolgozott kiadás

Benjámín Graham

Jason Zweig kommentárjaival aktualizált, új kiadás

E. M. G.-nek

The Intelligent Investor - Revised Edition. Copyright © 1973 by Benjámín Graham.
New material: Copyright © 2003 by Jason Zweig.
Published by arrangement with HarperBusiness, an imprint of EinarperCollins Publishers.
All rights reserved.

Fordítás © Lénárt Szabolcs 2011
Szakmai lektor: Major Klára
Anyanyelvi lektor: Havadi Krisztina

Magyar kiadás © T.bálint Kiadó 2011
2045 Törökbálint, Dózsa György u. 32.
Felelős kiadó: Juhász Gyula
Társkiadók: OTP Priváté Banking és OTP Treasury

ISBN: 978 96389 02 44 3

Nyomdai előkészítés: Jakab Zsolt
Nyomdai munkák: Akadémiai Nyomda, Martonvásár

Minden jog fenntartva. E könyv bármely részét tilos reprodukálni, adatrögzítő rendszerben tárolni, bármely módon - elektronikai, mechanikus úton - másolatban közölni a magyar kiadó előzetes engedélye nélkül.

Tartalom

Előszó a magyar kiadáshoz	ix
Warren E. Buffett előszava a negyedik kiadáshoz	x
Jason Zweig jegyzete Benjámín Grahamról	xiii
Bevezetés: Milyen célt hivatott szolgálni a könyv?	1
Kommentár a Bevezetéshez	9
1. Befektetés kontra spekuláció: Milyen eredményekre számíthat az intelligens befektető?	14
Kommentár az 1. fejezethez	27
2. A befektető és az infláció	37
Kommentár a 2. fejezethez	46
3. A részvénytőzsi történelem egy évszázada: a részvényárfolyamok szintje 1972 elején	52
Kommentár a 3. fejezethez	65
4. Általános befektetési politika: az óvatos befektető	72
Kommentár a 4. fejezethez	83
5. Az óvatos befektető és a részvények	92
Kommentár az 5. fejezethez	101
6. Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a negatív megközelítés	109
Kommentár a 6. fejezethez	119
7. Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a pozitív oldal...	127
Kommentár a 7. fejezethez	146
8. A befektető és a piaci ingadozások	154
Kommentár a 8. fejezethez	173
9. A befektető és a befektetési alapok	184
Kommentár a 9. fejezethez	198

10. A befektető és tanácsadói	210
Kommentár a 10. fejezethez	222
11. Értékpapír-elemzés a nem hivatásos befektetőknek:	228
Kommentár a 11. fejezethez	245
12. Megfontolásra érdemes gondolatok a részvényenkénti eredményről....	252
Kommentár a 12. fejezethez	262
13. Négy, tőzsdén jegyzett vállalat összehasonlítása	269
Kommentár a 13. fejezethez	277
14. Részvénykiválasztási alapelvek az óvatos befektető számára	283
Kommentár a 14. fejezethez	300
15. Részvénykiválasztási alapelvek a vállalkozó szellemű befektető számára	308
Kommentár a 15. fejezethez	325
16. Átváltható értékpapírok és részvényutalványok	331
Kommentár a 16. fejezethez	344
17. Négy szélsőségesen tanulságos esettanulmány.	348
Kommentár a 17. fejezethez	362
18. Nyolc cégpár összehasonlítása	368
Kommentár a 18. fejezethez	391
19. A részvényesek és a vállalatvezetés:	402
Kommentár a 19. fejezethez	410
20. „Biztonsági ráhagyás”- a befektetés központi fogalma	421
Kommentár a 20. fejezethez	431
Utószó	436
Kommentár az Utószóhoz	438
Függelék	440
1. Graham- és Doddfalva szuperbefektetői	440
2. A befektetésekből és az értékpapír-tranzakciókból származó jövedelem adózásának fontos szabályai (1972)	462
3. A befektetések adózásának alapjai (2003-ban aktualizált változat)	463
4. A részvények újfajta spekulatív tényezői	464
5. Esettanulmány: Aetna Maintenance Co.	474

6. A Sharon Steels-részvények NVF általi felvásárlásának adózási szempontú könyvelése	475
7. Technológiai vállalatok befektetésre	476
Végjegyzetek	478
Jason Zweig köszönetnyilvánítása	486
Tárgymutató	487

A jelen könyvben közzétett szöveg a negyedik átdolgozott kiadás, amelyet Graham 1971-1972-ben aktualizált, és amely először 1973-ban jelent meg. Felhívjuk a figyelmet, hogy Graham szövegének eredeti lábjegyzetei (amelyeket a szerző fejezetei ben felső index jelöl) a 478. oldalon kezdődő, *Végjegyzetek* című részben olvashatók. A Jason Zweig által hozzáadott új lábjegyzetek Graham oldalainak alján (és - az itt használt betűtípussal - esetenként Graham végjegyzeteinek kiegészítéseiként) jelennek meg.

Előszó a magyar kiadáshoz

Hiszem, hogy egy könyv, amely több generáción át bizonyítja eredetiségét, népszerűségét és nem utolsósorban hasznosságát, alpműnek tekinthető. Az intelligens befektető című kötetet én magam ebbe a kategóriába sorolom. Amikor először olvastam, Magyarországon még gyerekcipőben járt a piacgazdaság. Kevés saját élményünk volt a mindig változó piacra vonatkozóan. Az azóta eltelt évtizedek alatt a magyar gazdaság és tőkepiac, s így mi is, sokszínű és változatos időszakokat éltünk meg. Recesszió, piaci liberalizáció, meredeken emelkedő részvényárak, gyors tőzsdei áresések, magas infláció, támadás a forint ellen, és még hosszan lehetne sorolni az izgalmas eseményeket. Van-e olyan befektetői magatartás, gondolkodásmód, amely összeköti, egybefűzi ezeket a nagyon eltérő periódusokat?

Biztos vagyok abban, hogy ez a mű mindenkinek megadja majd a választ.

A spekulánsnak és a befektetőnek a szerző által hangsúlyozott megkülönböztetése hazánkban is időszerű kérdés. Hajlamosak vagyunk a piacokat percről percre, napról napra követni, figyelni. Nem csoda, hiszen rendkívüli a változékonyság a tőkepiacokon. Ha mi is megyünk az éppen aktuális hangulat után, nagy eséllyel magát a lényegét fogjuk elveszíteni, spekulánsok maradunk. Ezzel nem akarom azt mondani, hogy a tőkepiaci spekulációnak ne lenne meg a maga helye és szerepe. Pusztán azt állítom, hogy nem lesz lehetőségünk maradandót alkotni még a magunk mércéje szerint sem.

Hiszek a klasszikus értékekben mint ember. Hiszek a klasszikus értékekben mint befektető. A hagyományos reálgazdasági befektetések, a kézzelfogható értékteremtés, a gazdasági produktum igénye hajt minden befektetésemben, nem pedig a tőzsdei árak alakulása. Ugyanakkor elismerem és elfogadom, hogy hosszú távon mégis a piacnak kell mérnie befektetői teljesítményünket.

Természetes számomra, sőt talán kötelességemnek is érzem a befektetői magatartás és gondolkodásmód népszerűsítését. Nagy öröömre szolgál ezért, hogy az OTP Bank társkiadóként hozzájárulhat ennek a méltán klasszikus könyvnek a magyarországi megjelenéséhez.

Dr. Csárnyi Sándor
elnök-vezérigazgató
OTP Bank Nyrt.

Warren E. Buffett előszava a negyedik kiadáshoz

A könyv első kiadását az 50-es évek első felében, tizenkilenc éves **koromban** olvastam. **Akkoriban** azt gondoltam, hogy egyértelműen a legjobb könyv, amit a befektetésről valaha írtak. Máig ezt gondolom róla.

Az élethosszig tartó sikeres befektetéshez nincs szükség csillagászatian magas intelligenciahányadosra, *rendkívüli* üzleti éleslátásra vagy bennfentes információkra. Ami azonban elengedhetetlen, az a döntéshozatalt lehetővé tevő stabil szellemi alap, valamint annak megakadályozása, hogy érzelmeink erodálják azt. Ez a könyv pontosan és egyértelműen leírja, hogyan kell megteremteni a megfelelő alapot. Nekünk, olvasóknak az érzelmi fegyelmet kell ehhez hozzátennünk.

Amennyien követjük a Graham által javasolt viselkedési és üzleti elveket - és különösképpen figyelünk a 8. és 20. fejezetben kapott felbecsülhetetlen értékű tanácsokra -, nem fogunk *gyenge* eredményt elérni a befektetéseinken. (Ez pedig nem **is olyan** kis teljesítmény, **mint** elsőre gondolhatnánk.) Az, hogy kiváló eredményeket tünk-e el, részint a befektetéseinkre fordított energiánk és szellemi erőfeszítéseink nagyságától, részint pedig attól függ, hogy befektetői karrierünk során mentire lesz szeszélyes a részvényt piac. Minél kelekótyább a piac viselkedése annál nagyobb lehetőséget kínál az üzletszerűen ténykedő befektető számára. **Kövessük** Grahamet, és ahelyett, hogy részt vennénk a butaságban, húzzunk hasznot belőle.

Számomra Ben Graham jóval több mint egy szerző vagy egy tanár. Édesapámat leszámítva ő volt az, aki leginkább befolyásolta az életemet. Röviddel Ben 1976-ban bekövetkező halála után az alábbi rövid megemlékezést írtam róla a *Financial Analyst Journalben*. Hiszem, hogy a könyv olvasói számára is kiérződnek majd Ben soraiból a z o k a kivételes emberi tulajdonságok, amelyekre ebben a rövid írásban hivatkoztam.

BENJAMIN GRAHAM

1894-1976

Néhány évvel ezelőtt az akkor majdnem nyolcvanéves Ben Graham kifejtette egyik barátjának azon reményét, hogy mindennap csinálhat „valami bolondosat, valami kreatívat és valami nagylelkűt”.

Az, hogy kívánsága ezt az első, furcsa célt is tartalmazza, Graham azon különleges képességét bizonyítja, hogy ötleteit a prédikálás vagy az öntömjénezés minden felhangjától mentes formába tudta csomagolni. Zseniális ötletei voltak, mégis kivételes kedvességgel tudta előadni őket.

A folyóirat olvasói számára nem szükséges a részletekbe menően méltatni Graham eredményeit. Ritka, ha egy tudomány alapítójának munkásságát rövid időn belül meg nem haladják a követői. Ám több mint ötven évvel annak a könyvnek a megjelenése után, amely rendszert és logikát vitt egy csapongó és zavaros tevékenységbe, még „az értékpapír-elemzés területének örök másodikja” címre is nehéz lenne akár csak szóba jöhető jelölteket találni. Egy olyan területen, ahol oly sok könyv már hetekkel vagy hónapokkal a megjelenése után nevetségesnek hat, Ben elvei megalapozottak maradtak - értéküket gyakran erősebbé és jobban érthetővé tette a pénzügyi viharok sora, amelyek a sekélyesebb szellemi struktúrák egész sorát sodorták el. A stabilitásra épülő tanácsai kivétel nélkül minden követőjének meghozták az eredményt - még azoknak is, akiknek a veleszületett képességeik gyengébbek voltak azon tehetségesebb társaikénál, akik briliáns vagy divatos tanácsokat követve botladoztak csupán a pénzpiacokon.

Különösen figyelemreméltó, hogy Bennek úgy sikerült uralnia a szakmáját, hogy ehhez nem társult az összes erőfeszítésével egyetlen célra összpontosító szakemberekre jellemző szűklátókörűség. Szakmai dominanciája sokkal inkább véletlen mellékterméke volt páratlan elméjének. Soha nem találkoztam hozzá fogható szellemmel. Az apró részletekre is kiterjedő visszaemlékező képesség, a soha el nem múló érdeklődés az új tudás iránt, illetve a képesség, hogy látszólag egymással össze nem függő problémákra vonatkoztassa újonnan megszerzett ismereteit- ezeknek köszönhetően páratlan örömet jelentett hallgatni a gondolatait, függetlenül azok témájától.

Ám a harmadik dolog - a nagylelkűség - volt az, amelyben mindenkin túltett. Ismertem Bent tanáromként, munkaadómként és barátomként. Minden minőségében végtelenül nagylelkűen és önzetlenül osztotta meg ötleteit, idejét és lelkét - nemcsak velem, hanem összes diákjával, alkalmazottjával és barátjával is. Ha világos gondolatokra volt szükség, nála jobbhoz nem fordulhattunk. Ha bátorítás vagy tanács kellett, Benre lehetett számítani.

Walter Lippmann szólt azokról az emberekről, akik olyan fákat ültetnek, amelyek árnyékában mások ülnek majd. Ben Graham közéjük tartozott.

A Financial Analysts Journal 1976. novemberi/decemberi számában megjelent írás, változatlan formában.

Jason Zweig jegyzete Benjamin Grahamról

Ki volt Benjamin Graham, és miért érdemes hallgatni rá?

Graham nem csupán egy volt a valaha élt legjobb befektetők között; ő volt minden idők legnagyobb gyakorlati befektetési gondolkodója. Graham előtt a vagyonkezelők sok szempontból egy középkori céhhez hasonlóan viselkedtek, akiket elsődlegesen a babona, a tippelés és a misztikus rituálék irányítottak. Graham *Security Analysis*, azaz Értékpapír-elemzés című tankönyve volt az, amely modern szakmává alakította át ezt az elavult világot.¹

És *Az intelligens befektető* volta legelső olyan mű, amely az egyéni befektetőszámára bemutatta a pénzügyi sikerhez elengedhetetlen érzelmi alapot és elemzőeszközöket. Mindörökké a legjobb könyv marad, amely a nagyközönségnek szól a befektetésekről. *Az intelligens befektető* volt az első kötet, amit elolvastam, amikor 1987-ben zöldfülű riporterként elkezdtem dolgozni a *Forbes* magazinnál, és megdöbbentett Graham bizonyossága, amely szerint előbb-utóbb minden bika piac csúnya véget ér. Az év októberében az amerikai részvények a legnagyobb napi esésüket szenvedték el, én pedig bekaptam a horgot. (Manapság, a 90-es évek végének vad bika piaca és a 2000-ben kezdődött brutális medve piac után talán még inkább úgy érezhetjük, hogy *Az intelligens befektetőből* a próféta szavai szólnak.)

Graham a nehezebb úton, vagyis a pénzügyi veszteség kínját saját bőrén megtapasztalva, valamint a piacok történelmét és pszichológiáját évtizedekig tanulmányozva tett szert éleslátására. Benjámín Grossbaum néven született 1894. május 9-én, Londonban; apja porcelán- és dísztárgykereskedő volt.² A család Ben egyéves korában költözött New Yorkba. Eleinte jómódban éltek - szobalánnyal, szakáccsal és francia nevelőnővel a Fifth Avenue gazdagok lakta részén. Ám Ben apja 1903-ban meghalt, a porcelánüzlet megingott, és a család fokozatosan szegénységbe süllyedt. Ben anyja panziót nyitott otthonukban; majd pénzt kért kölcsön, hogy „hitelből” kereskedjen a részvényekkel, ám az 1907-es válság teljesen tönkretette. Ben élete végéig nem tudta elfelejteni azt a megaláztatást, amikor csekket váltott be az anyjának, és hallotta a banktisztviselőt, ahogy hangosan kérdezte: „Dorothy Grossbaum jó öt dollárra?”

Szerencsére Graham ösztöndíjat nyert a Columbia Egyetemre, ahol zsenialitása kibontakozhatott. 1914-ben végzett, osztálymásodikként. Utolsó szemesztere vége előtt

* Az először 1934-ben kiadott mű társszerzője Dávid Dodd volt.

** A család az I. világháború alatt, amikor a németes hangzású nevek gyanúsán csengtek, változtatta a nevét Grahamre.

Jason Zweig jegyzete Benjamin Grahamról

három tanszék - az angol, a filozófia és a matematika - is felkérte, hogy csatlakozzon hozzájuk. Mindössze 20 éves volt.

Graham elhatározta, hogy az egyetemi világ helyett a Wall Streeten próbál szerencsét. Kötvénykereskedő cég hivatalnokaként kezdte, rövidesen elemző lett, majd partner, és nem sokkal később már saját befektetési társulását működtette.

Az internetes buborék és annak kipukkadása nem lepte volna meg Grahamet. 1919 áprilisában 250 százalékot nyert a Savold Tire, a robbanásszerűen fejlődő autóiipar egyik új részvényének első kereskedési napján; októberre a vállalat csalás miatt tönkrement, és a papír értéktelenné vált.

Graham tőkélyre fejlesztette a részvények mikroszkopikus, szinte már molekuláris mélységű elemzését. 1925-ben, miután kibogarászta a kőolajvezeték-vállalatok által az Amerikai Államközi Kereskedelmi Bizottságnak (U.S. Interstate Commerce Commission) benyújtott zavaros és áttekinthetetlen jelentéseket, rájött, hogy a Northern Pipe Line Co. - amelynek papírjai akkoriban 65 dolláros árfolyamon forogtak - részvényenként legalább 80 dollárnyi, kiváló besorolású kötvénnyel rendelkezik. (Vett a részvényből, és addig nyaggatta a vállalatvezetőket, amíg fel nem emelték az osztalékot, majd három évvel később részvényenként 110 dollárral gazdagabban megszabadult papírjaitól.)

Az 1925-1932-es nagy válság alatt elszenvedett közel 70 százalékos, érzékeny veszteség dacára Graham túlélte ezeket az éveket, és a bika piac romjainak alkalmi vételeit learatva szép hasznot húzott a válság utáni időkből. Nincsenek pontos feljegyzések Graham ~~kor~~ éveinek hozamairól, ám 1936-tól 1956-ban történő visszavonulásáig a Graham-Newman Corp. legalább évi 14,7 százalékot ért el, szemben a teljes részvénypiac i,2 százalékaival - ez pedig a Wall Street történelmének egyik legjobb hosszú távú eredménylajstroma."

Hogyan csinálta Graham? Rendkívüli szellemi erejét józan ésszel és számottevő tapasztalával ötvözve kifejlesztette saját elveit, amelyek mind a mai napig legalább annyira érvényesek, mint az ő életében voltak:

- A részény nem csupán tőzsdei szimbólum vagy elektronikus adat; tulajdonosi részesedés egy valódi vállalkozásban, amely a részvényárfolyamtól független mögöttes értékkel bír.
- A piac olyan inga, amely folyamatosan a fenntarthatatlan optimizmus (amely túl drágá vá teszi a részvényeket) és az indokolatlan pesszimizmus (amely túl olcsóvá teszi őket) között leng. Az intelligens befektető olyan realista, aki az optimistáknak ad el, és a pesszimiztáktól vásárol.
- Minden befektetés jövőbeli értéke a jelenlegi ár függvénye. Minél magasabb árat fizetünk, annál alacsonyabb hozamot érünk el.
- Nem számít, hogy milyen gondosan járunk el, soha egyetlen befektető sem lesz

* AGraham-Newman Corp. nyíltvégű befektetési alap volt (lásd 9. fejezet), amelyet Graham Jerome Newman nevű üzlettársával irányított, aki maga is képzett befektető volt. Fennállása nagy részében az alap új befektetők számára nem volt nyitott. Hálás köszönetem Walter Schlossnak, amiért nélkülözhetetlen adatokat bocsátott a rendelkezésemre ahhoz, hogy meg tudjam becsülni a Graham-Newman hozamát. A Graham által az Utószóban említett átlagosan 20 százalékos éves hozam (436. oldal) valószínűleg nem veszi figyelembe az alapkezelési díjakat.

Jason Zweig jegyzete Benjámin Grahamról

képes arra, hogy kiiktassa tévedésének kockázatát. A hibázás esélyét csak úgy tudjuk minimálisra csökkenteni, ha ragaszkodunk ahhoz, amit Graham „biztonsági ráhagyásnak” nevez-vagyis soha nem fizetünk túl magas árat egy befektetésért, tűnjön az bármennyire is izgalmasnak.

- Pénzügyi sikerünk titka saját magunkban rejlik. Ha kritikus gondolkodó válik belőlünk, aki nem bíz meg vakon a Wall Street-i „tényekben”, és türelmes magabiztossággal fektetünk be, akkor még a legrosszabb medve piacokat is a javunkra tudjuk fordítani. A fegyelem és a bátorság kifejlesztésével ellen tudunk állni annak, hogy mások hangulatváltozásai irányítsák pénzügyi sorsunkat. Végeredményben sokkal kevésbé fontos az, hogy befektetéseink hogyan viselkednek, mint az, hogy mi magunk miként viselkedünk.

Az intelligens befektető mostani átdolgozott kiadásának célja, hogy Graham ötleteit napjaink pénzügyi piacaira vonatkoztassuk, mégpedig úgy, hogy - a megértést segítő lábjegyzeteket leszámítva - teljes egészében érintetlenül hagyjuk eredeti sorait." Graham minden fejezete után újonnan írt kommentárokat talál az olvasó. Ezekben olyan közelmúltbeli példákat hoztam, amelyek igazolják, hogy mind a mai napig mennyire relevánsak tudtak maradni Graham elvei.

Irigylem azok izgalmát és megvilágosodását, akik Graham mesterművét az első - vagy akár a harmadik vagy negyedik alkalommal - olvassák. Mint minden klasszikus, ez is megváltoztatja világszemléletünket, és azzal, hogy bennünket tanít, önmaga is megújul. És minél többször olvassuk, annál jobb lesz. Ha Grahamet magunk mellett tudhatjuk kalauzként, biztosak lehetünk abban, hogy sokkal intelligensebb befektető válik belőlünk.

* Az ebben a könyvben szereplő szöveg a negyedik, átdolgozott kiadás, amelyet Graham 1971-1972-ben aktualizált, és amely eredetileg 1973-ban jelent meg.

BEVEZETÉS

Milyen célt hivatott szolgálni a könyv?

Könyvünk célja, hogy - laikusok számára is megfelelő formában - útmutatást adjon a helyes befektetési politika kiválasztásához és megvalósításához. Viszonylag kevés szó esik majd az értékpapírok elemzésének módszereiről; figyelmünket elsődlegesen a befektetési elvekre és a befektetők attitűdjére fordítjuk. Ennek ellenére néhány értékpapír - a New York-i Értéktőzsde listáján egymás mellett szereplő részvények - rövid összevetésével kézzelfogható módon mutatjuk be a konkrét részvények kiválasztásának legfontosabb elemeit.

A könyv legnagyobb részét azonban a pénzügyi piacok historikus mintázatainak szenteljük, esetenként több évtizednyit visszautazva az időben ehhez. Az értékpapírokba való intelligens befektetéshez megfelelő ismeretekre van szükség arról, hogy az egyes kötvény- és részvénytípusok ténylegesen miként viselkedtek különféle piaci körülmények között - amelyek némelyikét a befektető minden bizonnyal saját bőrén is meg fogja még tapasztalni. Nincsen még egy olyan mondás, amely olyan jól illik a Wall Streetre, mint Santayana híres figyelmeztetése: „Akik nem képesek emlékezni a múltra, arra ítéltetnek, hogy újból átéljék azt.”

Művünk befektetőknek szól, akiket élesen megkülönböztetünk a spekulánsoktól, így első feladatunk ismertetni és hangsúlyozni e két kategória közötti, mára szinten teljesen feledésbe ment különbséget. Rögtön az elején leszögezhetjük, hogy ez nem egy „Hogyan keressünk egymilliót?” típusú könyv. Sem a Wall Streeten, sem máshol nem létezik biztos és egyszerű út a meggazdagodáshoz. Érdeemes lehet az imént elmondottakra egy kis pénzügyi történelem segítségével rávilágítani - különösen azért, mert a most következő történetből több tanulságot is levonhatunk. John J. Raskob, Amerika és a Wall Street emblemikus gazdasági szereplője 1929-ben, a tetőpontra érő bika piac idején a *Ladies' Home Journal* nevű női magazin „Everybody Ought to Be Rich” (Mindenkinek gazdagnak kellene lennie) című cikkében dicsőítette a kapitalizmus áldásait.¹ Elmélete szerint, amennyiben

* Raskob (1879-1950) a vegyipari óriás, a Du Pont igazgatója, illetve a General Motors pénzügyi bizottságának elnöke volt. A Demokrata Párt országos elnökének tisztségét is betöltötte, illetve az ő fejéből pattant ki az Empire State Building építésének gondolata. Jeremy Siegel pénzügyprofesszor számításai megerősítik, hogy a Raskob által javasolt befektetés értéke 20 év alatt kevesebb mint 9000 dollárra nőne, és az infláció a nyereség jelentős részét elvinné. Raskob hosszú távú részvénybefektetésről kialakított nézeteit elemzi William Bernstein egy közelmúltbeli írásában, amely a www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm oldalon olvasható.

Az intelligens befektető

havonta csupán 15 dollárnyit megtakarítunk, jó minőségű részvényekbe fektetünk, majd az osztalékokat újra befektetjük, húsz év alatt mindössze 3600 dollárt fordítva e célra mintegy 80000 dollárnyi vagyont halmozhatunk fel. Ha a General Motors mágnása nem tévedett, akkor ez valóban egyszerű módja a meggazdagodásnak. Hogy mennyire volt igaza? Durva számításunk szerint, amelyben a Dow Jones Industrial Average (DJIA) indexet alkotó 30 részvénybe történő befektetést feltételezzük, az 1929 és 1948 között Raskob tanácsát megfogadó befektető portfóliójának értéke 1949 elején mindössze 8500 dollárra rúgott volna. Ez elég messze esik az eme kiváló ember ígérte 80 000 dollártól, és jól mutatja, hogy- mennyire lehet megbízni az ilyen optimista előrejelzésekben és állításokban. Ám mellékesen megjegyeznénk, hogy a 20 éves befektetésen elért, a kamatos kamat módszerével számított éves hozam több mint 8 százalék - annak ellenére, hogy amikor a befektető elkezdte a vételeit, a DJIA 300-as pontnál járt, az időszak végén, 1948-ban pedig 177 pontos szinten zárt. Ez az eredmény is meggyőző érv a stabil részvények rendszeres havi vásárlásának elve mellett. (Ennek a jobban-rosszbari, következetesen végrehajtott befektetési tervnek a „költésgátlagolásos módszer” nevet adtuk.)

Mivel könyvünk nem a spekulánsoknak íródott, nem azoknak szól, akik aktívan kereskednek a piacon. Az ilyen emberek többségét tőzsdei grafikonok és egyéb, főként mechanikus eszközök segítik a megfelelő vételi és eladási pillanat meghatározásában. A szinte minden ilyen, úgynevezett „technikai megközelítésre” érvényes elv szerint azért kell részvényt venni, mert a részvény árfolyama vagy a piac egésze felment, és azért kell eladni, mert lement. Ez szöges ellentétben áll a józan ész által sugallt és az üzlet minden más területén érvényes elvekkel, és rendkívül valószínűtlen, hogy tartós sikert eredményezhet a Wall Streeten. Saját, több mint 50 éves részvénytapi tapasztalunk és megfigyeléseink alapján egyetlen olyan emberről sem tudunk, aki következetesen és tartósan keresni tudott azon, hogy így „követte a piacot”. Nem habozunk kijelenteni, hogy ez a megközelítés olyannyira félrevezető, mint amennyire népszerű. Az imént elmondottakat a részvénytapi kereskedéssel foglalkozó híres Dow-elmélet rövid ismertetésével fogjuk alátámasztani - noha mindez nem tekinthető bizonyítéknak.*

Első, 1949-es kiadása óta körülbelül ötéves intervallumonként jelentek meg *Az intelligens befektető* átdolgozott kiadásai. A jelenlegi változat aktualizálása során számos új, az 1965-ös publikáció óta felmerült fejleménnyel kellett foglalkoznia nek. Az alábbiak tartoznak ide:

1. A kiváló minősítésű kötvények kamatlábának ~~korábban~~ nem látott mértékű emelkedése.
2. A vezető részvények árfolyamszintjének 1970 májusában véget ért, körülbelül 35 százalékos esése. Ez a legnagyobb százalékos visszaesés volt az elmúlt mintegy 30 évben. (Számptalan alacsonyabb minőségű papír ennél lényegesen nagyobb árfolyamesést szenvedett el.)

* Graham „rövid ismertetését” két részletben, a 26. és a 156-157. oldalakon olvashatjuk. A Dow-elmélet részletes leírásáért lásd <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.

Milyen célt hivatott szolgálni a könyv?

3. A nagykereskedelmi és fogyasztói árak tartós inflációja, amely az általános üzleti környezet 1970-es visszaesése dacára is lendületet kapott.
4. A „konglomerátumok”, franchise-tevékenységek, továbbá egyéb üzleti és pénzügyi újdonságok gyors térnyerése. (Olyan trükkös instrumentumokat említhetnénk itt, mint a „korlátozott részvények”¹, illetve a részvényutalványok, a félrevezető nevek, a külföldi bankok stb. elszaporodása.)¹
5. A legnagyobb vasúttársaság csődje, számos, korábban erős pénzügyi helyzetben lévő vállalat túlzott mértékű rövid és hosszú lejáratú adósságállománya, valamint még a Wall Street-i brókercégek között is előforduló fizetőképességi problémák.”
6. A „teljesítmény” divatjának nyugtalanító eredményekkel járó elterjedése a befektetési alapok, köztük a bankok vagyongazdálkodó alapjainak vezetésében.

Ezeket a jelenségeket gondosan megvizsgáljuk, és - mint látni fogjuk - egyes esetekben az előző kiadásban megfogalmazott következtetéseink és ajánlásaink módosítására lesz szükség. Ugyan a stabil befektetés mögött álló elvek nem változhatnak évtizedről évtizedre, ám alkalmazásuk során alkalmazkodni kell a pénzügyi mechanizmusokban és környezetben bekövetkezett jelentős változásokhoz.

Ezt az utolsó állításunkat komoly próbának vetette alá jelen kiadás megírása, amelynek első változata 1971 januárjára készült el. Abban az időben a DJIA erős fellendülésben volt az 1970-ben elért, 632 pontos mélypontja után, és az általános optimizmus közepette úton volt az 1971-es 951 pontos csúcsa felé. Az utolsó változat elkészültekor, azaz 1971 novemberében a piac egy újabb visszaesés közepén járt, amely 797 pontig vitte le az indexet, újra felszítva a piac jövőjével kapcsolatos általános félelmeket. Nem hagyjuk, hogy ezek az ingadozások hatással legyenek a megalapozott befektetési politikával kapcsolatos attitűdünkre, amely lényegében változatlan maradt a könyv 1949-es első kiadása óta.

Az 1969-70-es piaci visszaesés mértéke megsemmisített egy, az elmúlt két évtizedben elterjedt illúziót. Eszerint a vezető részvényeket bármikor, bármilyen árfolyamon meg lehet vásárolni, és nem pusztán a végső nyereség biztosítékával lehet ezt megtenni, hanem annak tudatában, hogy az új meg új csúcsokra emelkedő piac rövidesen eltünteti az esetleges átmeneti veszteségeket. Ez túl szép volt ahhoz, hogy igaz legyen. Hosszú idő után a részvénypiac végre „visszatért

* A befektetési alapok privát tranzakciók keretében „korlátozott részvényeket” vásároltak, amelyeket azonnal újraértékeltek a magasabb, nyilvánosan jegyzett áron (lásd Graham definícióját a 469. oldalon). Ez lehetővé tette ezeknek a spekulatív alapoknak, hogy fenntarthatatlanul magas hozamokat mutassanak ki az 1960-as évek közepén. Az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdelügyelet (SEC) 1969-ben megtiltotta az ilyen visszaéléseket így az alapok befektetőinek ettől már nem kell tartaniuk. A részvényutalványok bemutatására a 76. fejezetben kerül sor.

** A Penn Central Transportation Co., abban az időben az Egyesült Államok legnagyobb vasúttársasága, 1970. június 21-én csődvédelemért folyamodott - sokkolva a befektetőket, akik elképzelni sem tudták, hogy egy ilyen hatalmas vállalat csődbe mehet (lásd 348. oldal). A Graham által említett „túlzott” adósságállománnyal terhelt vállalatok közé tartozott a Ling-Temco-Vought és a National General Corp. (lásd 351. és 382. oldal). A Wall Streeten 1968 és 1971 között jelentkeztek a „fizetőképességi problémák” amikor hirtelen több neves bróker cég ment csődbe.

Az intelligens befektető

a normális kerékvágásba", abban az értelemben, hogy a spekulánsoknak és a részvénybefektetőknek újra fel kell készülniük portfóliójuk értékének jelentős és talán elhúzódó visszaesésére is.

Az utolsó piaci és katasztrofális pusztítást végzett a második és harmadik vonalbeli részvények körében, különösen a közelmúltban tőzsdére vezetett vállalatok között. Önmagában semmi újdonság nem volt ebben - hasonló mértékű pusztításnak lehettünk a szemtanúi már 1961-62-ben is, ám az mindenképpen új elem volt, hogy egyes befektetési alapok nagymértékű kitétséggel rendelkeztek az ilyen típusú, rendkívül spekulatív és nyilvánvalóan túlértékelt papírokban. Szemmel láthatóan nem csak a kezdőket kell figyelmeztetni, hogy míg máshol lelkesedésre is szükség lehet a jelentős eredmények eléréséhez, a Wall Streeten az ilyen megközelítés szinte kivétel nélkül katasztrófához vezet.

A legfőbb kérdés, amellyel foglalkoznunk kell, a kiváló minőségű kötvények kamatlábának hatalmas növekedéséből következők. 1967 utója óta több mint kétszer akkora jövedelemre számíthat a befektető az ilyen kötvényekből, mint a vezető részvények osztalékaiból. A legmagasabb besorolású kötvények hozama 1972 elején 7,19 százalék volt, szemben az ipari részvények 2,76 százalékos osztalékhozamával. (Összehasonlításképpen: ugyanez a két érték 1964 végén 4,40, illetve 2,92 százalék volt.) Elképzelni is nehéz, de amikor 1949-ben először írtuk a könyvet, a hozamok közötti kapcsolat éppen a jelenlegi ellentéte volt: a kötvények csak 2,66 százalékot hoztak, a részvények pedig 6,82 százalékot.² Előző kiadásainkban következetesen kardoskodtunk amellyel, hogy a konzervatív befektető portfóliójának legalább 25 százalékát részvényekben tartsa, és általánosságban az 50-50 százalékos megosztást helyeseltük a két alapvető eszköz között. Jelen helyzetben mérlegelnünk szükséges, hogy a részvényhozamokat aktuálisan számottevően meghaladó kötvényhozamok nem teremtik-e meg a létjogosultságát egy csak kötvényeket tartalmazó befektetési portfóliónak, legalább addig, amíg - ahogy arra számítunk - a hozamok közötti ésszerűbb kapcsolat helyre nem áll. Természetesen a folytatódó infláció kérdése nagy fontossággal bír majd az ezzel kapcsolatos döntésünk meghozatalában. Egy egész fejezetet szentelünk ennek megvitatására."

A múltban alapvetően megkülönböztettük a kétfajta befektetőt, akiknek e könyv szól - a z „óvatost" és a „vállalkozó szelleműt". Az óvatos (azaz defenzív vagy passzív) befektető a hangsúlyt a komoly hibák és veszteségek elkerülésére helyezi. Másodlagos célja a gyakori döntéshozatal szükségességének, illetve az azzal járó erőfeszítések és kényelmetlenségek elkerülése. A vállalkozó szellemű (azaz aktív vagy agresszív) befektető legfontosabb jellemvonása, hogy hajlandó időt és energiát fordítani a stabil, ugyanakkor az átlagnál vonzóbb értékpapírok kiválasztására. Évtizedek távlatában tekintve e típus méltó jutalomra számíthat többlet-erőfeszítése miatt és extra képességei miatt, mégpedig a passzív befektető által

* *Lásd 2. fejezet.* 2003 elején a 10 éves futamidejű amerikai államkötvények 3,8 százalékos hozamot ígértek, míg a részvények (egészen pontosan a Dow Jones Industrial Average) 1,9 százalékot hoztak. (Figyeljük meg, hogy a két érték közötti kapcsolat nagyon hasonlít a Graham által citált 1964-eshez.) A kiváló minőségű kötvények jövedelme egyenesen csökken 1981 óta.

Milyen célt hivatott szolgálni a kömre?

realizálnál jobb átlagos hozam formájában. Némi kétségünk van azt illetően, hogy napjaink piaci környezetében valóban jelentős többlethozamot várhat-e el az aktív befektető. Ám jövőre vagy az azt követő évek során megint csak változhat ez a helyzet. Épp ezért nem tehetünk mást, mint hogy könyvünkben a vállalkozó szellemű befektetés lehetőségeire is kitérünk, hiszen ahogy a korábbi időszakokban is léteztek, ezek a jövőben is visszatérhetnek.

A hosszú ideje széles körben elfogadott nézet szerint a sikeres befektetés művészete elsődlegesen azon iparágak kiválasztásán múlik, amelyek a legnagyobb valószínűséggel fognak növekedni a jövőben, majd ezen iparágakon belül kell azonosítani a legígéretesebb vállalatokat. Az okos befektetőknek - és okos tanácsadóknak - például már hosszú ideje fel kellett volna ismerniük a számítógépes iparág egészében, azon belül pedig az International Business Machinesben (IBM) rejlő jelentős növekedési lehetőségeket. És ugyanezt kellett volna tenniük számos másik növekedési iparág és növekedési vállalat esetében is. Ám ez nem olyan egyszerű, mint ahogy így utólag visszatekintve tűnik. Hogy már a kezdet kezdetén egyértelművé tegyük ezt a kérdést, engedje meg a kedves olvasó, hogy egy olyan bekezdést idézzünk itt, amelyet először a könyv 1949-es kiadásában olvashatott.

Egy ilyen befektető vásárolhatja például a légitársaságok részvényeit, mert hiheti azt, hogy a jövőjük még a piac jelenlegi értékelésében tükröződő trendnél is ígéretesebb. Az ilyen típusú befektetők számára könyvünk értéke sokkal inkább az ilyen befektetési megközelítés buktatóira vonatkozó figyelmeztetéseinkben, mintsem az útjukat segítő pozitív módszerekben rejlik.'

A szóban forgó iparágban különösen veszélyesnek bizonyultak ezek a buktatók. Azt természetesen könnyű volt előre jelezni, hogy az évek során látványosan nőni fog a légi közlekedés forgalma. Ennek köszönhetően ezek a papírok a befektetési alapok kedvenceivé váltak. Ám a technológiai problémák, valamint a túlzott kapacitásbővítés erősen ingadozó és alkalmanként katasztrofális nyereségadatokat eredményeztek az iparágban, annak ellenére, hogy a légitársaságok szektor bevételnövekedése a számítógépes iparágét is meghaladta. Az 1970-es évben, hiába értek el új rekordot a forgalmi adatok, a légitársaságok mintegy 200 millió dollár veszteséget halmoztak fel részvényeseiknek. (1945-ben és 1961-ben is veszteséget értek el.) Ezeknek a vállalatoknak a részvényei nagyobb veszteséget szenvedtek el 1969-70-ben, mint a piac egésze. Az eredmények azt mutatják, hogy még a befektetési alapok jól fizetett, főállású szakértői is hatalmasat tévedtek ezen jelentős és szem előtt lévő iparág viszonylag rövid távú jövőjét illetően.

* A Légitársaságok részvényei természetesen ugyanolyan izgalmat keltettek a 40-es évek végén és az 50-es évek elején, mint fél évszázaddal később az internetes papírok. A korszak legfelkapottabb befektetési alapjai az Aeronautical Securities és a Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund voltak. Ezek - akárcsak az általuk tartott részvények - teljes befektetési csődnek bizonyultak. Napjainkban széles körben elfogadott a nézet, amely szerint a légi közlekedési iparág teljes történelme során elért aggregát nyeresége negatív. A Graham által elmondottak tanulsága nem az, hogy kerülni kell a légitársaságok részvényeit, hanem az, hogy soha nem szabad biztosra venni azt, hogy valamelyik iparág a jövőben az összes többit felültesíti.

Az *intelligens befektető*

Ugyanakkor a befektetési alapok komoly mértékben fektettek be az IBM-be, és számottevő nyereséget értek el ezen, ám a papír látványosan magas ára, és a tény, hogy lehetetlen *biztosat* állítani a vállalat növekedési üteméről, visszatartotta őket attól, hogy pénzeszközeik több mint 3 százalékát ebbe a varázslatosan teljesítő papírba fektessék. Így ez a kiváló választás egyáltalán nem lehetett döntő hatással összesített eredményükre. Ráadásul a számítógépes iparág más vállalataiba történő befektetéseik jó része - ha nem a többsége - egyáltalán nem bizonyult jövedelmezőnek. Ebből a két általános példából két tanulságra szeretnénk felhívni az olvasó figyelmét:

1. Egy vállalat fizikai növekedésére vonatkozó egyértelmű kilátások nem nyilvánvalóan jelentenek profitot a befektetőknek.
2. A szakértőknek sincsenek megbízható módszereik a legígéretesebb iparágak legígéretesebb vállalatainak kiválasztására.

Az alapkezelőként tevékenykedő szerző pénzügyi karrierje során nem követte a fent ismertetett megközelítést, és sem konkrét tanáccsal, sem különösebb bátorítással nem tud szolgálni azoknak, akik meg szeretnék próbálni ezt.

Akkor hát milyen célt hivatott szolgálni ez a könyv? Elsődleges célunk, hogy segítsünk az olvasónak elkerülni az olyan területeket, ahol fennáll a komoly hibák elkövetésének lehetősége, illetve hogy rávezessük egy olyan befektetési politika kialakítására, amellyel kényelmesen elboldogulhat. Hosszasan fogjuk taglalni a befektetők pszichológiáját. Mert valóban, a befektető legfőbb problémája - és egyúttal legrosszabb ellensége is - minden bizonnyal saját maga. („A hiba, kedves befektető, nem a csillagokban - és nem is a részvényeinkben - van, hanem saját magunkban...”) Ez a megállapítás az elmúlt évtizedek során egyre inkább helytállóan bizonyult, ahogy a konzervatív befektetőknek is mindinkább szükségessé vált részvényt vásárolni, és ezáltal - akár tetszik, akár nem - kitenni magukat a részvényt piac izgalmának és csábításainak. Reméljük, hogy érvek, példák és figyelmeztetések révén segíteni tudjuk olvasóinkat, hogy a megfelelő szellemi és érzelmi attitűdöt alakítsák ki befektetési döntéseikhez. Azt tapasztaltuk, hogy azok a „hétköznapi emberek”, akik a befektetésekhez megfelelő vérmérséklettel közelítettek, sokkal több pénzt kerestek és *tartottak meg*, mint azok, akikből hiányzott ez a tulajdonság - és ez még akkor is igaz, ha utóbbiak alapos pénzügyi, számviteli és részvénytudás birtokában próbáltak szerencsét.

Emellett szeretnénk kialakítani olvasóinkban a mérésre és számszerűsítésre való hajlamot. Százból kilencvenkilenc papírra igaz, hogy létezik olyan ár, amelynél kellően olcsó ahhoz, hogy megvegyük, és olyan ár, amely elég magas ahhoz, hogy el kelljen adni. A megszokás, hogy összevetjük azt, mit fizetünk, és mit kapunk érte, felbecsülhetetlen értékű kincs a befektetések terén. Évekkel ezelőtt egy női magazinban megjelent cikkben azt tanácsoltuk az olvasóknak, hogy úgy vegyenek részvényt, ahogy az élelmiszerboltban vásárolnak, nem pedig úgy, ahogy a parfümjüket választják ki. Az elmúlt néhány év (és sok más hasonló, korábbi

Milyen célt hivatott szolgálni a kömre?

időszak) igazán borzalmas veszteségeit azokon a részvényeken realizálták, amelyek esetében a vevő elfelejtette megkérdezni, hogy mennyibe kerül.

1970 júniusában a „Mennyibe kerül?” kérdést a 9,40 százalékos varázslatos számmal lehetett megválaszolni - ekkora volt a kiváló besorolású, új kibocsátású közmű vállalati kötvényeken elérhető hozam. Mostanra ez körülbelül 7,3 százalékra csökkent, ám még ez a hozamszint is arra csábít, hogy így fogalmazzuk meg a kérdést: „Miért, milyen más válasz létezik?” Ám igenis vannak más válaszok, és azokat is gondosan meg kell vizsgálni. Mindemellett ismételten hangsúlyozzuk, hogy nekünk és az olvasónak is fel kell készülni arra, hogy teljesen más piaci feltételekkel találjuk magunkat szembe, mondjuk, 1973 és 1977 között.

Éppen ezért a részvénybefektetés egy részletes, pozitív megközelítésű programját is be kell mutatnunk, amelynek egyik része mindkét típusú befektető érdeklődésére számot tarthat, másik része azonban főként a vállalkozó szelleműek csoportjának szól. Egyik legfontosabb feltételként itt - furcsa mód - azt fogjuk javasolni, hogy olvasóink korlátozzák választásaikat a nem sokkal az anyagi eszközök értéke felett forgó papírokra.* Mind gyakorlati, mind pszichológiai oka van ennek a látszólag idejétmúlt javaslatnak. A tapasztalat megtanított bennünket, hogy sok jó növekedési vállalat létezik, amelyek nettó eszközértékük többszörösét érik, és az ilyen részvények vásárlója túlzott mértékben fog függeni a részvénytőke szeszélyeitől és ingadozásaitól. Az a befektető azonban, aki, mondjuk, eszközértékük környékén forgó közművállalatok részvényeit vásárolja, mindig egy stabil és növekedő vállalkozás résztulajdonosának tekintheti magát, amelyet ésszerű áron vásárolt meg - függetlenül attól, hogy a részvénytőke erről éppen akkor mit állít. Egy ilyen konzervatív befektetési politika végeredménye valószínűleg kecsgetetőbb, mint a vélt növekedés ígésző és veszélyes területének izgalmas kalandjai.

A befektetés művészete egy általában nem kellően értékelt jellegzetességgel bír. A laikus befektető minimális erőfeszítéssel és adottságokkal is dicséretre méltó, igaz, nem túl látványos eredményeket érhet el; ám ennek a könnyedén elérhető szintnek a túlszárnyalásához töméntelen igyekezetre és nem kevés bölcsességre van szükség. Ha csupán *égi/kis* extra tudást és intelligenciát próbálunk hozzátenni befektetési programunkhoz, könnyen úgy járunk, hogy az átlagost valamivel meghaladó hozam helyett még a piac eredményét sem érjük el.

Mivel - egyszerűen részvények reprezentatív listáját vásárolva meg, és tartva a portfóliójában - bárki könnyedén elérheti a piaci átlagteljesítményt, viszonylag egyszerűnek tűnhet „túlszárnyalni a piacot”; ám a valóság azt mutatja, hogy az ezzel sikertelenül próbálkozó okos emberek aránya meglepően magas. Még a befektetési alapok többsége sem képes hosszú évek során olyan jól teljesíteni, mint a piac - pedig azok aztán igazán képzett és tapasztalt szakembergárdával rendelkeznek. Az előbbiekhöz még nyugodtan vegyük hozzá a brókercégek által

* Az anyagi eszközök a vállalat fizikai vagyontárgyait (például ingatlanjait, gépjárműveit, berendezéseit és leltárkészletét), illetve pénzügyi egyenlegeit (például készpénzt, rövid lejáratú befektetéseket és vevőköveteléseket) tartalmazzák. Olyan tételek nem tartoznak az anyagi eszközök közé, mint például a márkanevek, a szellemi tulajdonjogok, a szabadalmak, a franchise-jogok, a goodwill és a védjegyek. Az anyagi eszközök értékének kiszámításáról lásd a 162. oldalon lévő *lábjegyzetet*.

Az intelligens befektető

kiadott részvénytőzsdai előrejelzések eredményét, hiszen kézzelfogható bizonyíték létezik arra vonatkozóan, hogy nagy gonddal elkészített előrejelzéseik az egyszerű fej vagy írásnál valamivel kevésbé megbízhatók.

Könyvünk írásakor arra törekedtünk, hogy mindvégig észben tartsuk a befektetésnek ezt az alapvető kelepcejét. A kevés szakértői segítséggel bármely befektető által kivitelezhető egyszerű befektetési politika - kiváló besorolású kötvények plusz vezető részvények diverzifikált listájának vétele - erényeit hangsúlyozzuk. Aki túllép ezen a biztonságos és stabil területen, komoly kihívásokkal teli kalandba kezd, amely különösképpen lelki szempontból veheti őt igénybe. Mielőtt ilyen vállalkozásba fogna, a befektetőnek biztosnak kell lennie magában és tanácsadóiban - utóbbiak esetében meg kell győződnie arról, hogy pontos fogalmakkal rendelkeznek-e a befektetés és a spekuláció, illetve a piaci ár és a mögöttes érték közötti különbségekről.

A befektetés határozott, a biztonsági ráhagyás elvére épülő megközelítése tisztas juttalommal kecsegtethet. Ám a döntést, hogy a defenzív befektetés biztos gyümölcseről lemondva megpróbálkozzunk-e azt meghaladó nyereséget elérni, alapos önvizsgálat nélkül nem szabad meghozni.

Egy végső visszatekintő gondolat. Amikor a fiatal szerző 1914 júniusában belépett a Wall Streetre, senkinek még csak elképzelése sem volt arról, hogy mit tartogat a következő fél évszázad. (A részvénytőzsdai piac még azt sem sejtette, hogy két hónapon belül kitor a világháború, a New York-i Értéktőzsdét pedig bezárják.) Most, 1972-ben, a világ leggazdagabb és leghatalmasabb országában, ugyanakkor különféle komoly problémák közepette élünk, és inkább aggódva, mintsem bizalommal tekintünk a jövő felé. Mégis ha Amerika befektetési történelmére gondolunk, némi vigaszt meríthetünk az elmúlt 57 évből. Túl a sok viszontagságon és megpróbáltatáson, amelyek némelyike alapjaiban rázta meg világunkat, továbbra is igaz, hogy a stabil befektetési elvek általában stabil eredményeket hoznak. Tetteinket vezérelje az a feltételezés, hogy ez a jövőben is így marad.

Megjegyzés az olvasóhoz: Jelen könyv nem a megtakarítással rendelkezők és a befektetők számára követendő *általános* pénzügyi és befektetési politikát ismereti; vagyonuk kizárólag azon részével foglalkozunk, amelyet piacképes (vagy visszaváltható) értékpapírokra, vagyis a kötvényekre és részvényekre kívánunk fordítani. Következésképpen nem foglalkozunk olyan fontos eszközökkel, mint a takarékbetétek és a lekötött betétek, a takarékszövetkezeti szániák, az életbiztosítások, az életjáradékok, a jelzálogok vagy az üzleti tulajdonrészek. Az olvasó ne feledje, hogy ha a szövegben a *most* szóval, vagy annak szinonimájával találkozunk, az 1971 végére, 1972 elejére utal.

Kommentár a Bevezetéshez

Ha légvárat éóítünk, azok nerm szükségszerűen fognak elvészni; ott vannak, ahol lenniük kell
Most már csak alapokat kell építenünk alájuk.

(Henry David Thoreau: Walden),

Figyeljük meg: Graham már a legelején leszögezi, hogy könyvéből nem tanulhatjuk meg, miként győzhetjük le a piacot. Szavahihető könyv ilyen nem is állíthat.

Helyette három nagyon fontos dologra tanít meg bennünket:

- . hogyan tudjuk minimálisra csökkenteni a visszafordíthatatlan veszteségek esélyét;
- . milyen módon tudjuk minél jobban megnövelni a fenntartható nyereségek eléréseinek esélyét;
- . hogyan kontrollálhatjuk azt az önlegyőző viselkedést, amely a befektetők többségénél megakadályozza, hogy megfelelő eredményeket érjenek el.

A 90-es évek végének szárnyaló részvénypiaca idején, amikor úgy látszott, hogy a technológiai részvények árfolyama mindennap megduplázódik, abszurdnak tűnt a figyelmeztetés, hogy szinte összes pénzünket elbukhatjuk. Ennek ellenére 2002 végére sok dotkom és telekommunikációs részvény értéke legalább 95 százalékát elvesztette. Ha pénzünk 95 százalékát elveszítjük, 1900 százalékot kell nyerni *csak ahhoz, hogy visszajussunk oda, ahonnan elindultunk!* Ostoba kockázatot vállalva olyan mély gödörbe kerülhetünk, ahonnan gyakorlatilag lehetetlen kimászni. Ezért hangsúlyozza következetesen Graham a veszteségek elkerülésének fontosságát - nemcsak a 6., 14. és 20. fejezetekben, hanem az egész szövegét átszövő intéseiben.

Ám függetlenül attól, hogy milyen elővigyázatosan járunk el, befektetéseink árfolyama időről időre le *fog* menni. Ennek kockázatát senki nem képes elkerülni, viszont Graham megmutatja, hogyan kezeljük azt - és hogyan tartsuk félelmünket irányításunk alatt.

1 Hogy érzékelnünk tudjuk ennek az állításnak a súlyát, gondoljuk végig, milyen gyakran találkozunk olyan részvényrel, amelyet 30 dollárért tudunk megvenni, majd 600 dolláron eladni.

Intelligens befektetők vagyunk?

Válaszoljunk meg most egy alapvetően fontos kérdést. Pontosan mit ért Graham azt „intelligens” befektető alatt? Könyve első kiadásában Graham meghatározta ezt a fogalmat - és egyértelművé tette, hogy az ilyenfajta intelligenciának semmi köze az IQ-hányadoshoz vagy az érettségi osztályzatainkhoz. Egyszerűen annyit tesz, hogy türelmesek, fegyelmezettek és a tanulásra nyitottak vagyunk; képesnek kell lennünk arra, hogy kordában tartsuk érzelmeinket, és hogy saját fejünkkel, önállóan gondolkodjunk. Az ilyen típusú intelligencia, magyarázza Graham, „sokkal inkább a személyiségtől, mintsem az éstől függő jellemvonás”.²

Bizonyítható, hogy a magas IQ és az egyetemi végzettség önmagában senkit nem tesz intelligens befektetővé. 1998-ban a Long-Term Capital Management L.P. nevű fedezeti alap, amelyet matematikusok, informatikusok és két Nobel-díjas közgazdász vezetett, több mint 2 milliárd dollárt veszített néhány hét alatt, amikor arra fogadtak, hogy a kötvénypiac visszatér a „normális” kerékvágásba. Ám a kötvénypiac folytatott abnormális viselkedését - és az LTCM annyira sok hitelt vett fel, hogy összeomlása majdnem megborította a globális pénzügyi rendszert.³

Réges-régen, 1720 tavaszán, Sir Isaac Newton részvényekkel rendelkezett Anglia legfelkapottabb vállalkozásában, a South Sea Companyben. Érzékelvén, hogy a piacon a dolgok kezdenek szétcsúszni, a kiváló fizikus állítólag azt mormolta, hogy az égitestek mozgását ki tudja számítani, de az emberi örültséggel nem boldogul. Newton akkor 100 százalékos profittal megszabadult részvényeitől, összesen 7000 fontot vágva zsebre az ügyleten. Ám néhány hónap múlva, megszédülve a piac vad lelkesedésétől, sokkal magasabb áron visszavette részvényeit - és veszített rajtuk 20 000 fontot (ami mai értékén több mint 3 millió dollárt tesz ki). Élete hátralévő részében megtiltotta, hogy jelenlétében bárki is kimondja a „dél-tengeri”(South Sea) szavakat.⁴

Sir Isaac Newton egyike a valaha élt legintelligensebb embereknek, legalábbis az intelligencia általános definíciója szerint. Ám Graham szóhasználata szerint Newton messze volt attól, hogy intelligens befektető legyen. Azzal, hogy hagyta, a tömeg harsogása felülírja saját ítéletét, a világ legnagyobb tudósa bolondként viselkedett.

Röviden úgy is mondhatnánk, hogy ha eddig kudarcot vallottunk a befektetésben, akkor annak nem az az oka, hogy buták vagyunk. Azért van, mert Sir Isaac Newton hoz hasonlóan nem alakítottuk ki magunkban a sikeres befektetéshez szükséges érzelmi fegyelmet. A 8. fejezetben Graham bemutatja, hogyan fejleszthetjük illetően intelligenciánkat érzelmeink kordában tartásával, illetve visszautasítván azt, hogy a piac irracionalitásának szintjére alacsonyítsuk le magunkat. Sajtátsuk el Graham tanítását, miszerint intelligens befektetőnek lenni inkább „jellem”, mintsem „ész” kérdése.

2 Benjámín Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), 4. oldal.

3 A „fedezeti alap” olyan, az állami szervek által nagyrészt szabályozatlan pénz alap, amelyet agresszív módon fektetnek be a vagyonos ügyfelek érdekében. Az LTCM történetének kiváló leírásáért lásd Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

4 John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, London, 1960), 131., 199. oldal. Lásd még www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

Sorscsapások krónikája

Szánjunk most egy percet az elmúlt néhány év legfontosabb pénzügyi fejleményeire:

1. 2000 márciusa és 2002 októbere között a nagy gazdasági válság óta a legsúlyosabb piaci összeomlás, amelynek során az amerikai részvények értékük 50,2 százalékát - mintegy *7,4 billió dollárt* - veszítették el.
2. A 90-es évek legfelkapottabb vállalatainak, köztük az AOL, a Cisco, a JDS Uniphase, a Lucent és Qualcomm részvényárfolyamainak ennél sokkal nagyobb visszaesése - plusz több száz internetes részvény teljes megsemmisülése.
3. Súlyos pénzügyi csalás vádja Amerika néhány legnagyobb és legtekintélyesebb vállalatával, köztük az Enronnal, a Tycóval és a Xeroxszal szemben.
4. Olyan egykor tündöklő vállalatok csődje, mint a Consecó, a Global Crossing és a WorldCom.
5. Könyvvizsgáló cégekkel szemben felmerült gyanú, miszerint meghamisították a könyvelést, sőt számviteli bizonylatokat semmisítettek meg annak érdekében, hogy ügyfeleik félrevezethessék a befektetői nagyközönséget.
6. Vezető vállalatok felső vezetőivel szembeni vádak, amelyek szerint több száz millió dollárt sikkasztottak el saját maguknak.
7. Bizonyíték arra vonatkozóan, hogy Wall Street-i értékpapír-elemzők nyilvánosan magasztaltak olyan részvényeket, amelyekről négy szemközti elismerték, hogy szemétre valók.
8. Egy részvénytőkepiac, amely historikus szemszögből nézve még vérfagyasztó visszaesése után is túlértékeltnek tűnik, ez pedig számos szakértővel azt mondatja, hogy a részvényeknek még mindig esniük kell.
9. A kamatlábak kérelhetetlen csökkenése, amelynek köszönhetően a részvények vonzó alternatíva nélkül maradtak.
10. A globális terrorizmus és a közel-keleti háború megjósolhatatlan veszélyeitől hemzsegő befektetési környezet.

Ezeknek a bajoknak a nagy részét elkerülhették volna (és el is kerülték!) azok a befektetők, akik elsajátították és betartották Graham elveit. Ahogy a szerző fogalmaz, „míg máshol lelkesedésre is szükség lehet a jelentős eredmények eléréséhez, a Wall Streeten az szinte kivétel nélkül katasztrófához vezet”. Azzal, hogy hagyták magukat sodródni a tömeggel - az internetes részvényeket, a nagy „növekedési” részvényeket és összességében a részvényeket illetően -, sokan ugyanazt a buta hibát követték el, mint Sir Isaac Newton. Hagyták, hogy más befektetők értékítélete határozza meg az övéket. Figyelmük kívül hagyták Graham figyelmeztetését, amely szerint az „igazán borzalmas veszteségeke” sok esetben akkor szenvedték el, amikor „a vevő elfelejtette megkérdezni, hogy »Mennyibe kerül?«”. És ami a legfájdalmasabb az egészben, önkontrolljukat akkor veszítették el, amikor arra a legnagyobb szükségük lett volna, így ezek az emberek megerősítették Graham azon megállapítását, hogy „a befektető legfőbb problémája - és egyúttal legrosszabb ellensége is - minden bizonnyal saját maga”.

Tuti dolog, az pedig nincs

Sokan közülük elsősorban a technológiai és internetes részvények kapcsán ragadtatták el magukat, mert elhitték azt a high-tech maszlagot, hogy az iparág még sok éven át - ha nem örökké - gyorsabban fog növekedni, mint bármelyik másik.

- 1999 közepén, miután az év mindössze első öt hónapjában már 117,3 százalékos hozamot ért el, Alexander Cheung, a Monument Internet Fund portfólió-kezelője azt jósolta, hogy alapja évi 50 százalékkal fog emelkedni az elkövetkező három-öt évben, és átlagosan évi 35 százalékkal „a következő 20 évben”.⁵
- Miután alapja, az Amerindo Technology Fund egészen elképesztő mértékben 249,9 százalékkal gyarapodott 1999-ben, Alberto Vilar portfólió-kezelő mindenkit kinevetett, aki kételkedni mert abban, hogy az internet egy örök pénzcsináló gép: „Ha kimaradsz ebből a szektorból, alul fogsz teljesíteni. Lovas kocsin ülsz, én pedig egy Porschében. Nem szereted a tízszeres növekedési lehetőségeket? Akkor válassz valami mást.”⁶
- 2000 februárjában James J. Cramer, az egyik fedezeti alap portfólió-kezelője azt állította, hogy az internethez kapcsolódó vállalatok „az egyedüliek, amelyeket manapság tartani érdemes”. Csak az általa „az új világ nyerteseinek” nevezett cégek „fognak tartósan, jó és rossz időkben egyaránt felfelé menni”. Cramer még Grahamnak is odavágott: „Minden olyan módszert, képletet és tankönyvet ki lehet dobni, amely már az internet világa előtt létezett... Ha bármit megfogadtunk volna abból, amit Graham és Dodd tanított nekünk, egyetlen centet sem kezelhetnénk.”⁷

Ezen úgynevezett szakértők mindegyike eleresztette a füle mellett Graham józan, figyelmeztető szavait: „Valamely vállalat fizikai növekedésére vonatkozó egyértelmű kilátások nem nyilvánvalóan jelentenek profitot a befektetőknek.” Bár egyszerűnek tűnik megjósolni, melyik iparág fog a leggyorsabban növekedni, ennek azelőrelátásnak

5 Constance Loizos, „Q&A: Alex Cheung” *InvestmentNews*, 1999. május 17., 38. oldal. A befektetési alapok történelmének legmagasabb húszéves hozama évi 25,8 százalék volt, amelyet a legendás Peter Lynch Fidelity Magellan nevű alapja ért el az 1994. december 31-én véget ért két évtizedben. Lynch eredménye több mint 982 000 dollárra növelte az időszak elején befektetett 10 000 dollárt. Cheung azt jósolta, hogy alapja ugyanennyi idő alatt több mint 4 milliárd dollárt csinál a 10 000 dollárból. Ahelyett, hogy nevetséges mértékű optimizmussal vádolták volna meg Cheungot, a befektetők csak úgy öntötték alapjába a pénzt, több mint 100 milliárd dollárt zúdítva bele a következő év során. A Monument Internet Fund alapja 1999 májusában befektetett 10 000 dollár nagyjából 2000 dollárra zsugorodott 2002 végére. (Ez az alap eredeti formájában ma már nem létezik, napjainkban Orbitex Emerging Technology Fund néven ismert.)

6 Lisa Reilly Cullen, „The Triple Digit Club”, *Money*, 1999. december, 170. oldal. Ha valaki 1999 végén 10 000 dollárt fektetett volna be Vilar alapjába, 2002 végére 1195 dollárja maradt volna - ez volt a befektetési alapok történelmének egyik legsúlyosabb vagyonszétválása.

7 Lásd www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Cramer kedvenc részvényei nem mentek „tartósan, jó és rossz időkben egyaránt felfelé”. 2002 végére a tíz vállalat közül egy már csődbe ment, és ha valaki 10 000 dollárt egyenlő arányban osztott volna meg Cramer kedvencei között, befektetése 94 százalékát elveszítette volna, mivel összesen csupán 597,44 dollárja maradt volna. Lehet, hogy Cramer úgy értette, hogy részvénye nem „az új világ”, hanem egy még eljövendő világ „nyertesei” lesznek.

Kommentár a Bevezetéshez

nincsen valódi értéke, ha már az összes többi befektető is ugyanerre számít. Amikor már mindenki eldöntötte, hogy „egyértelműen” az adott iparágba a legérdemesebb befektetni, addigra a részvények árfolyamát olyan magasra felverték, hogy a jövőben csak egy irányba, lefelé indulhatnak el.

Jelen pillanatban senkinek nincs képe azt állítani, hogy továbbra is a technológia lesz a világ leggyorsabban növekvő iparága. Ám ne feledjük az alábbiakat: azoknak, akik mostanság azzal jönnek, hogy a következő „tuti dolog” az egészségügy, az energia, az ingatlan vagy az arany lesz, semmivel nincs több esélyük arra, hogy végül igazuk legyen, mint a high-tech iparág magasztalóinak volt.

Reménysugár a borús égen

Ha a részvényekért semmilyen ár nem tűnt túl magasnak a 90-es években, akkor 2003-ban elértük azt a pontot, ahol semmilyen ár nem tűnik elég alacsonynak. Az inga az irracionális lelkesedéstől az indokolatlan pesszimizmus felé lendült ki, ahogy - miként ezt Graham jól tudta - mindig is teszi. 2002-ben a befektetők 27 milliárd dollárt vontak ki a részvényalapokból, és a Securities Industry Association felmérése szerint tizből egy befektető legalább 25 százalékkal csökkentette részvénykitettséget. Ugyanazok az emberek, akik a 90-es években mohón szaladtak részvényeket vásárolni - amikor azok árfolyama felfelé tartott, és ezért egyre drágábbak lettek - akkor adták el papírjaikat, amikor azok árfolyama bezuhant, és a papírok - definíciószerűen - olcsóbbak lettek.

Miként arra Graham a *8. fejezetben* oly zseniálisan rámutat, ez pontosan fordítva működik. Az intelligens befektető felismeri, hogy a részvények kockázatosabbak, nem pedig kevésbé kockázatosak lesznek azzal, hogy árfolyamuk emelkedik - és kevésbé kockázatosakká, nem pedig kockázatosabbakká válnak azzal, hogy áruk csökken. Az intelligens befektető retteg a bika piactól, mert ilyenkor a részvények drágábban vásárolhatók meg. A medve piacot pedig örömmel üdvözli, mert olcsóbban megveheti a részvényeket - feltéve persze, hogy van elég készpénze a vásárlásra.⁸

Kapaszkodjunk hát meg: a bika piac vége nem olyan rossz hír, mint ahogyan azt mindenki hiszi. A részvényárfolyamok esése számottevően biztonságosabb-és józanabb - alkalmat teremt a vagyon felhalmozására. Olvassunk tovább, és Graham megmutatja, hogy miként tegyük ezt.

⁸ Az egyetlen kivétele szabály alól a hajlott korú befektető, aki nem biztos, hogy meg tudja várni egy hosszú medve piac végét. Ám még neki sem kell eladnia részvényeit pusztán azért, mert azoknak lement az árfolyama; ezzel ugyanis nemcsak valós veszteséggé alakítja át a papírok árfolyamvesztését, hanem örökösét is megfosztja annak lehetőségétől, hogy alacsony örökösödési adót fizetve jussanak hozzá megörökölt részvényeikhez.

1. FEJEZET

Befektetés kontra spekuláció: Milyen eredményekre számíthat az intelligens befektető?

Ebben a fejezetben a könyv többi részében részletesen alátámasztani kívánt álláspontunkat fogjuk vázolni. Különösen azt szeretnénk bemutatni már a mű elején, hogy miként képzeljük el az egyszerű, nem hivatásos befektető által követendő befektetési politikát.

Befektetés kontra spekuláció

Mit értünk *befektető* alatt? A könyvben mindvégig a *spekulánssal* szembeállítva fogjuk használni ezt a kifejezést. Réges-régen, az 1934-ben megjelent *Security Analysis*¹ című tankönyvünkben a következőképpen próbáltuk pontosan meghatározni a két fogalom közötti különbséget: „A befektetési művelet mélyreható elemzés alapján a befektetett tőke biztonságát és megfelelő hozamát ígéri. Az ezeknek a követelményeknek nem megfelelő műveleteket spekulatívnak tekintjük.”

Míg az ezt követő 38 évben mi állhatatosan ragaszkodtunk ehhez a meghatározáshoz, fontos megjegyezni, hogy a *befektető* kifejezés használata jelentős változásokon ment át ebben az időszakban. Az 1929-1932-es világválság után a nagyközönség *minden* részvényt természetétől fogva spekulatívnak tekintett. (Egy elismert szaktekintély kerek perccel kijelentette, hogy befektetési céllal csak kötvények vásárolhatók.²) A dolgok ilyen alakulása miatt meg kellett védenünk meghatározásunkat a vádtól, miszerint túl széleskörűen határozta meg a befektetés fogalmát.

Ma pontosan ellentétes aggályaink lehetnek. Óvnunk kell a kedves olvasót, hogy elfogadja a szakzsargont, amely a részvényt piac minden egyes szereplőjére a *befektető* címet aggatja. Könyvünk előző kiadásában egy vezető pénzügyi lap 1962 júniusában megjelent egyik vezércikkének főcímét idéztük:

A KISBEFEKTETŐK CSÖKKENŐ PIACRA SZÁMÍTANAK,
KÖTÉSEGSÉG ALATTI SHORT POZÍCIÓKAT VESZNEK FEL

Befektetés kontra spekuláció

1970 októberében ugyanez az újság szerkesztői kritikát fogalmazott meg az általa vakmerőnek nevezett befektetőkről, akik ez alkalommal a vételi oldalra rontottak rá.

Ezek az idézetek jól szemléltetik azt a zavart, amely az elmúlt években a *befektetés* és a *spekuláció* szavak használata körül kialakult. Gondoljuk végig a befektetés fenti, általunk ajánlott meghatározását. És most hasonlítsuk össze azzal, hogy a nagyközönség kellő tapasztalattal nem rendelkező tagjai adnak el olyan részvényeket, amelyek nincsenek is a birtokukban, és nagyrészt érzelmi alapon meg vannak győződve arról, hogy a későbbiekben sokkal olcsóbban visszavásárolhatják őket. (Nem mellékes megemlíteni, hogy 1962-ben, amikor a cikk megjelent, a piac már komoly mértékű visszaesésen volt túl, és készen állt egy még annál is nagyobb emelkedésre. A lehető legrosszabb időzítés volt ez a short pozíciók felvételére.) A később alkalmazott *vakmerő befektetők* szóösszetétel pedig olyan neveltséges önellentmondást tartalmaz, mint, mondjuk, a *pazarló fukar*.

Az újság azért a *bejektető* szót írta az idézett példákban, mert a Wall Street-i szóhasználatban mindenki, aki értékpapírt vesz vagy elad, befektetővé válik, függetlenül attól, hogy mit vett, milyen céllal, milyen áron, és készpénzből vagy hitelből. Hasonlítsuk ezt össze azzal, ahogy az emberek 1948-ban viszonyultak a részvényekhez: a megkérdezettek több mint 90 százaléka ellenérzését fejezte ki a részvények vásárlásával szemben.³ A válaszadók mintegy fele azzal indokolta ezt, hogy „nem biztonságos, szerencsejáték”, míg a többiek azt mondták, hogy „nem ismerik” a részvényeket.¹ Igazán ironikus (bár nem meglepő), hogy olyan időszakban tekintettek mindenfajta részvényvásárlást általánosságban igen spekulatívnak vagy kockázatosnak, amikor nagyon vonzó árszinten lehetett megvenni a papírokat, és a részvényárak hamarosan a történelem addigi legnagyobb emelkedését produkálták; ellenben a tény, hogy a részvényárak a korábbi tapasztalatok szerint kétségkívül veszélyes szintekre nőttek, a részvényeket *befektetéssé*, a teljes részvényvásárló nagyközönséget pedig *befektetőkké* tette.

A részvénybefektetés és -spekuláció közötti különbségtétel mindig is hasznos volt, eltűnése pedig aggodalomra ad okot. Gyakran elmondtuk, hogy a Wall Streetnek mint intézménynek tanácsos lenne visszaállítani és a nyilvánossággal történő összes érintkezésben hangsúlyozni ezt a megkülönböztetést. Ellenkező

* A Graham által idézett kutatást a Michigani Egyetem végezte a Fed részére, és eredményeit a *Federal Reserve Bulletin* 1948. júliusi számában jelentették meg. A következő kérdést tették fel a kutatásban részt vevő megkérdezetteknek: „Tegyük fel, hogy valaki úgy dönt, nem költi el a pénzét. Bankba vagy kötvényekbe teheti, vagy pedig befektetheti azt. Mit gondol, mi a legbölcsebb dolog, amit ez a valaki napjainkban a pénzével tehet - beteszi a bankba, takarékkötvényt vásárol, ingatlanba fektet, vagy részvényeket vásárol?” A válaszadóknak mindössze 4 százaléka gondolta azt, hogy a részvények „kielégítő” hozamot ígérnek; 26 százaléka „nem biztonságosnak” vagy „szerencsejátéknak” minősítette azokat. A részvénypiac az 1949 és 1958 közötti időszakban évente átlagosan 18,7 százalékos növekedéssel történelmének egyik legmagasabb tízéves hozamát érte el. Lenyűgöző módon egybeesik a Fednek ezzel a régi kutatásával a *BusinessWeek* 2002 végén végzett felmérése, amelynek eredménye szerint a befektetőknek csak a 24 százaléka lett volna hajlandó többet befektetni a befektetési alapokba vagy a részvényportfóliókba (alig három évvel korábban ugyanez az arány még 47 százalék volt).

Az intelligens befektető

esetben egyszer majd a tőzsdéket hibáztathatják a komoly spekulatív veszteségekért, amelyekre nem kellő módon figyelmeztették azokat, akik elszenveték ezeket. Az is ironikus, hogy egyes brókercégek nemrégiben tapasztalt pénzügyi problémái nagyrészt abból származtak, hogy részben saját tőkéjük mögött is spekulatív részvények álltak. Bizunk abban, hogy a könyv olvasói egyértelműen azonosítani tudják majd a részvényekben rejlő kockázatokat, amelyek elválaszthatatlanok a papírok által kínált nyereség lehetőségétől, és tisztában lesznek azzal, hogy a befektetőnek mindkettőt - tehát a kockázatokat és a nyereség lehetőségét - is figyelembe kell vennie a számításaiban.

Az előbb elmondottak azt jelentik, hogy nem létezik olyan egyszerű befektetési politika, amely a vezető részvények tartásából áll - annyiban semmiképpen sem, hogy minden esetben ki kell várni, amíg olyan árszinten lehet megvásárolni a papírokat, amelyen már nem áll fenn egy aggasztó mértékű árfolyamvesztés kockázata. A befektetőnek fel kell ismernie, hogy a részvény-birtoklás a legtöbb időszakban *spekulatív tényezőt* is magában foglal. Az ő feladata, hogy alacsony határértéken tartsa ezt a komponenst, és pénzügyileg és pszichológiailag egyaránt felkészüljön a rövidebb vagy hosszabb ideig tartó kedvezőtlen kimenetelre.

Két bekezdés erejéig magáról a részvényespekulációról is írunk kell, hogy megkülönböztethessük azt a spekulatív tényezőtől, amely ma már a legtöbb vezető részvényhez hozzátartozik. A nyílt spekuláció nem illegális, nem tisztességtelen, de (a legtöbb ember számára) a zsebet sem gyarapítja. Mi több, bizonyos fokú spekuláció szükséges és elkerülhetetlen, mivel számos olyan helyzet fordul elő a részvény piacon, amikor a nyereségnek és a veszteségnek egyaránt komoly az esélye, és a kockázatokat valakinek magára kell vállalnia." Ahogy van intelligens befektetés, úgy intelligens spekuláció is létezik. Ám sok esetben nincs értelme spekulálni. Semmiképpen sincs akkor, (1) ha azt gondoljuk, hogy befektetünk, pedig valójában spekulálunk, (2) ha megfelelő tudás és ismeretek hiányában nem szórakozásból tesszük, hanem komolyan spekulálunk, és (3) ha több pénzt kockáztatunk a spekulációval, mint amennyinek az elvesztését megengedhetjük magunknak.

Konzervatív szemléletünk azt mondhatja velünk, hogy minden nem hivatásosnak, aki *hitelből*" kereskedik, fel kell ismernie, hogy ő *valójában* spekulál,

* A spekuláció az alábbi két szinten jár előnnyel: először is spekuláció nélkül soha nem lettek volna képesek összegyűjteni a bővüléshez szükséges tőkét az olyan új vállalatok, mint például az Amazon.com vagy - hogy korábbi példát is említsünk - az Edison Electric Light Co. A hatalmas nyereség vonzó esélye az, ami az innováció gépezetét beolajozza. Másodsorban, a részvények adásvételével a felek kockázatot is cserélnek (de soha nem szabadulnak meg attól). A vevő annak kockázatát vásárolja meg, hogy a 'részvény ára lemehet. Az eladó ugyanakkor megtartja a maradék kockázatot - annak lehetőségét, hogy az általa eladott részvény ára emelkedik!

** A hitelből történő kereskedés lehetővé teszi, hogy a brókercégtől kölcsönvett pénzből vásároljunk részvényeket. A kölcsön befektetésével többet nyerünk, amikor a részvények felmennek - ha viszont lemennek, nagyot bukhatunk. A kölcsön fedezete a számlán lévő befektetések értéke - ha ez a kölcsönkapott összeg alá csökken, pénzt kell befizetnünk a számlára. A hitelből történő kereskedésről a következő oldalon találunk bővebb információt: www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm.

Befektetés kontra spekuláció

és így brókerének a kötelessége, hogy tanácsot adjon neki. És aki valamelyik felkapott részvényből vásárol annak kibocsátásakor vagy máskor, az spekulál, vagy szerencsejátékot űz. A spekuláció többnyire lenyűgöző, és mindaddig kiváló szórakozás, amíg jól állunk a játékban. Ha mindenképpen ki akarjuk próbálni a szerencsénket, tegyük félre e célból egy külön számlára tőkénk egy részét - minél kisebb részét, annál jobb. Soha ne tegyünk pénzt ehhez a számlához pusztán azért, mert a piac felment, és dübörög a nyereségünk. (Pontosan ilyenkor kell elgondolkodni azon, hogy pénzünket *kivesszük* ebből a spekulatív alapból.) Soha ne végezzük spekulatív és befektetési műveleteinket ugyanazon a számlán, és gondolatainkban is élesen különítsük el a kettőt.

Az óvatos befektető által elvárható eredmények

Az óvatos befektetőt korábban olyan személyként határoztuk meg, akit elsődlegesen a biztonság és a gondok-bajok távol tartása érdek. Általában véve milyen utat kövessen, és milyen hozamra számíthat „átlagos piaci körülmények” - már ha egyáltalán beszélhetünk ilyesmiről - esetén az ilyen befektető? Azért, hogy válaszolni tudjunk ezekre a kérdésekre, gondoljuk végig először azt, hogy mit írtunk a témáról hét évvel ezelőtt, milyen komoly változások következtek be azóta a befektető által elvárt hozamot befolyásoló tényezők terén, végül pedig, hogy mit kellene tennie a befektetőnek, és mit várhat el a jelenlegi (1972. eleji) körülmények között.

I. Amit hat évvel ezelőtt mondtunk

Azt javasoltuk, hogy a befektető ossza meg vagyonát a legmagasabb minősítésű kötvények és a vezető részvények között; a kötvények aránya soha ne legyen 25 százaléknál alacsonyabb, se 75 százaléknál magasabb, és szükségszerűen ennek a fordítottja legyen igaz a részvények arányára; a legegyszerűbb választás a kettő között az 50-50 százalékos arány megtartása úgy, hogy ha a piac alakulása következtében a kettő közötti eltérés meghaladja, mondjuk, az 5 százalékot, akkor állítsa helyre azt. Alternatív befektetési politikaként dönthet úgy, hogy a részvények arányát 25 százalékra csökkenti, „ha a piacot veszélyesen túláradoznak tartja”, illetve akár 75 százalékra is növelheti, „ha a részvényárak esése kellően vonzóvá tette a papírokat”.

1965-ben a befektető 4,5 százalékos hozamot kaphatott a legmagasabb minősítésű, adóköteles kötvények, és 3,25 százalékot a jó adómentes kötvények után. A vezető részvények osztalékhozama (892 ponton lévő DJIA index mellett) csupán 3,2 százalék volt. Ez a tény - másokkal együtt - óvatosságra adott okot. Azt sugalltuk, hogy „normál piaci szintek mellett” a befektetőnek 3,5 százalék és 4,5 százalék közötti kezdeti osztalékhozamot kell elérnie részvényvásárlásain, amelyhez hozzá kell adni a vezető részvényindexek (és a normál piaci ár) hasonló mértékű felértékelődését, így az osztalék és az árfolyam-emelkedés együttesen

körülbelül 7,5 százalék hozamot tesznek ki. A kötvények és részvények egyenlő aránya körülbelül 6 százalék adózás előtti hozamot ígért. Hozzá tettük azt is, hogy a részvények viszonylag tisztességes mértékű védelmet kell, hogy jelentenek az infláció okozta vásárlóerő-csökkenés ellen.

Fontos hangsúlyozni, hogy a fenti számításokban sokkal alacsonyabb részvénypiaci emelkedésre számítottunk, mint ami 1949 és 1964 között végbement. Abban a 15 évben a tőzsdén jegyzett részvények árának átlagos éves emelkedése jóval 10 százalék fölött volt, és ezt meglehetősen széles körben egyfajta garanciának tekintették arra vonatkozóan, hogy a jövőben is hasonlóan kielégítő eredményekre lehet számítani. Kevesen voltak hajlandók komolyan mérlegelni annak eshetőségét, hogy a múltbeli nagy emelkedés azt jelentheti, hogy a részvényárak „túl magasak vannak”, és éppen ezért „az 1949 óta mérhető csodálatos eredmények nem nagyon jó, hanem rossz eredményeket vetítenek előre a jövőre”.

2. Mi történt 1964 óta?

1964 óta a legfőbb változás a legmagasabb minősítésű kötvények kamatlábának rekordszinteket elérő emelkedése volt, noha az 1970-ben elért mélyponthoz képest a kötvényárak jelentős visszapattanásának lehettünk szemtanúi. A jó vállalati kötvények hozama jelenleg körülbelül 7,5 százalék körül van, ami jelentősen meghaladja az 1964-ben elérhető 4,5 százalékot. Időközben a DJIA részvényneinek osztalékhozama is tisztességesen megemelkedett az 1969-70-es piaci visszaesésnek köszönhetően, de jelen sorok írása idején (amikor a Dow 900 pontnál tanyázik) ez kevesebb mint 3,5 százalék (szemben az 1964 végén mért 3,2 százalékkal). Ebben az időszakban a kamatok emelkedése miatt a közepes lejáratú (mondjuk húszéves) kötvények piaci árának csökkenése a 38 százalékot is elérte.

Látszólagos ellentét lakozik a piacok ilyen alakulásában. 1964-ben hosszasan tárgyaltuk annak lehetőségét, hogy a részvényárak túl magasak, és ennek következtében komoly áresés következhet be; ám különösebben nem foglalkoztunk annak eshetőségével, hogy ugyanez a legmagasabb minősítésű kötvények árával is megtörténhet. (Amennyire mi tudjuk, senki más sem gondolt erre.) Figyelmeztettük ugyan az olvasót (a 90. oldalon), hogy „a hosszú lejáratú kötvények ára nagy mozgásokra lehet képes a kamatláb változása okán”, ám az azóta történtek fényében meg kell állapítanunk, hogy ezt nem hangsúlyoztuk eléggé. Hiszen tény, hogy ha a befektető DJIA indexet vásárolt annak 1964-es záróárán (874 pont), akkor szerény profitra tehetett szert 1971 végére; ráadásul még az 1970-ben elért mélypont (631) idején is kevesebb veszteséget mutathatott ki, mint ha jó minősítésű, hosszú lejáratú kötvényekbe fektette volna pénzét. Az is igaz viszont, hogy ha kötvénytípusú befektetéseit amerikai takarékkötvényekre, rövid lejáratú vállalati kötvényekre vagy lekötött betétekre korlátozta volna, alaptökéje nem veszített volna piaci értékéből az adott időszak során, sőt a jó részvényeknek köszönhetően magasabb jövedelmet könyvelhetett volna el.

Befektetés kontra spekuláció

Vagyis a valódi „pénzegvenértékesek” 1964-ben jobb befektetésnek bizonyultak, mint a részvények - dacára az inflációnak, amelynek elméletben inkább a részvényeknek kellett volna kedveznie, nem a készpénznek. A jó minőségű, hosszú lejáratú kötvények árfolyamának esése a pénzpiaci fejlemények következménye volt, egy olyan átláthatatlan területé, amely jellemzően nem szokott komoly hatást gyakorolni az egyének befektetési politikájára.

Ez pedig nem más, mint újabb bizonyíték arra a megállapításra, miszerint az értékpapírok jövőbeli ára sohasem kiszámítható.¹ A kötvényárak szinte kivétel nélkül sokkal kevesebbet ingadoztak, mint a részvényárak, és a befektetők általában anélkül vásárolhatják meg a különböző lejáratú, kiváló minőségű kötvényeket, hogy aggódniuk kellene azok piaci értékének változásai miatt. Létezik néhány kivétel ez alól a szabály alól, és úgy tűnik, hogy az 1964 utáni időszak ezen kivételek egyikének bizonyult. Egy későbbi fejezetben bővebben olvashatunk majd a kötvényárak változásairól.

3. Várakozások és befektetési politika 1971 végén, 1972 elején

Az 1971-es év végén 8 százalékos adózás előtti kamatot lehetett elérni a jó minőségű, közepes lejáratú vállalati kötvényeken, míg az állami vagy önkormányzati értékpapírok 5,7 százalékos adómentes kamatot ígértek. Ha a rövidebb lejáratú kötvényre gondolunk, az amerikai kormány által kibocsátott, öt évnél rövidebb időn belül lejáratú kötvényeken 6 százalékos kamatot lehet elérni. Ez utóbbi esetén a befektetőnek nem kell a piaci érték esetleges csökkenése miatt aggódnia, biztos lehet abban, hogy a viszonylag rövid tartási időszak végén a teljes névértéket és a 6 százalékos kamatot is megkapja. A DJIA az 1971-es aktuális értékén (900) csak 3,5 százalékos hozamra hoz.

Tegyük fel, hogy - akárcsak a múltban - befektetési politikánk alapvető döntése most is az, hogy milyen arányban osztjuk meg tőkénket a legmagasabb minőségű kötvények (vagy egyéb úgynevezett „pénzegvenértékesek”) és a DJIA indexet alkotó vezető részvények között. Jelen körülmények között milyen útirányt kövessen a befektető, ha a közeljövőben sem jelentős emelkedésre, sem jelentős esésre nem számítunk? Először is rámutatnánk arra, hogy ha nem következik be komolyabb mértékű kedvezőtlen változás, akkor részvényei után a jelenlegi 3,5 százalékos osztalékhozamra és a 4 százalékos körüli *átlagos* árfolyam-emelkedésre számíthat az óvatos befektető. Ahogy később majd elmagyarázzuk, ez az árfolyam-emelkedés alapvetően az egyes vállalatok éves fel nem osztott nyereségének az újrabefektetéséből (a vállalkozásba történő visszaforgatásából) származik. Ebben az esetben az adózás előtti teljes hozam átlaga körülbelül 7,5 százalékos lenne, valamivel kevesebb, mint a legmagasabb minőségű kötvények

* Olvassuk el Graham mondatát újra, és jegyezzük meg, amit a befektetési szakértők legnagyobbja mond: az értékpapírok jövőbeli ára sohasem kiszámítható. Ahogy haladunk előre a könyvben, látni fogjuk, hogy minden más, amit Graham ír, ezt az igazságot hivatott a fejünkbe verni. Mivel a piacok viselkedését nem tudjuk előre jelezni, saját viselkedésünket kell megtanulnunk előre jelezni és kontrollálni.

kamata.* Adózás után a részvények átlagos hozama mintegy 5,3 százalékot tenne

Ez nagyságrendileg megegyezik azzal, amit jelenleg a biztonságos, közepes lejáratú, adómentes kötvények hoznak.

Ezek a várakozások sokkal kevésbé kedvezőek a részvényekre nézve, mint amilyenek az 1964-es elemzésünkben voltak. (Ez a megállapítás szükségszerűen következik abból az egyszerű tényből, hogy 1964 óta a kötvények hozama sokkal többet emelkedett, mint a részvényeké.) Egy pillanatra sem szabad megfeledkezni arról, hogy a jó kötvények esetében a kamat és a tőke kifizetése sokkal jobban védett, és ebből kifolyólag biztosabb, mint a részvények osztaléka és árfolyamának emelkedése. Következésképpen kénytelenek vagyunk arra a megállapításra jutni, hogy jelenleg, vagyis 1971 vége felé a kötvénybefektetések egyértelműen vonzóbbak, mint a részvények. Ha biztosak lehetnénk következtetésünk helyes voltában, azt kellene tanácsolnunk az óvatos befektetőnek, hogy mindaddig *minden* pénzét kötvényekbe tegye, és egyáltalán *ne* tartson részvényeket, amíg a hozamok közötti különbség jelentősen meg nem változik a részvények javára.

Ám természetesen nem lehetünk biztosak abban, hogy a kötvények jobban fognak szerepelni, mint jelenlegi szintjükön a részvények. Az olvasónak potenciális érvként rögtön beugorhat az inflációs tényező. A következő fejezetben bemutatjuk, hogy az Egyesült Államokban a század során megfigyelt inflációval kapcsolatos tapasztalataink alapján a jelenlegi hozamkülönbségek mellett nem érdemes a kötvények ellenében a részvényeket favorizálni. Ám mindig ott a gyorsuló infláció esélye - ugyan jelen pillanatban ezt távolinak gondoljuk - amely ilyen vagy olyan módon, de a meghatározott dollárösszeget visszafizető kötvényeknél vonzóbbakká tenné a részvényeket." És ott van egy másik eshetőség is - amelyet hasonlóan valószínűtlennek tartunk -, amely szerint az amerikai gazdaság az infláció gyorsulása nélkül lesz annyira nyereséges, hogy az elkövetkező néhány évben a részvények értékének jelentős emelkedését eredményezi. Végül ott az az előző kettőnél valószínűbb forgatókönyv is, amely szerint a részvényt piacon olyan újabb nagy, spekulatív emelkedésnek lehetünk

* Mennyire vált be Graham előrejelzése? Első ránézésre úgy tűnik, hogy nagyon is: 1972 elejétől 1981 végéig a részvények 6,5 százalékos éves átlaghozamot értek el. (Előrejelzésében ugyan Graham nem határozta meg az időtartamot, ám jó eséllyel feltételezhetjük, hogy tízéves időszakban gondolkodott.) Az infláció azonban ugyanebben az időszakban évi 8,6 százalékra ugrott, eltüntetve a részvények által elért teljes hozamot. A fejezet ezen részében Graham a Gordon-egyenletet ismerteti, amelynek lényege, hogy a részvényt piac jövőbeli hozama egyenlő a jelenlegi osztalékhozam és a nyereség várt növekedésének összegével. Tekintettel arra, hogy 2003 elején az osztalékhozam valamivel 2 százalék alatt van, a nyereség hosszú távú növekedése 2 százalék körüli, és az infláció kissé meghaladja a 2 százalékot, nagyjából 6 százalékos jövőbeli átlagos éves hozamra számíthatunk. (Lásd a 3. fejezethez tartozó kommentárokat)

** ATreasury Inflation-Protected Securities (az infláció ellen védett állampapírok, angol rövidítéssel TIPS) 1997-es megjelenése óta a részvények immár nem automatikusan a legjobb választást jelentik a növekvő inflációra számító befektetők számára. A többi kötvénnyel ellentétben a TIPS értéke a fogyasztói árindex emelkedése esetén felmegy, lényegében ellentételezve a befektető számára az infláció gyorsulása okozta veszteséget. A részvények ilyen jellegű védelmet és garanciát nem kínálnak, és a gyakorlatban viszonylag gyenge védelmet nyújtanak a magas inflációval szemben. (További részletekért lásd a 2. fejezethez tartozó kommentárokat.)

szemtanúi, amelyet a fundamentumok egyáltalán nem fognak igazolni. A fenti okok bármelyike - és számos másik, amelyre nem is gondoltunk - *okozhatja* azt, hogy a befektető a kötvények jelenlegi kedvezőbb hozamszintje ellenére megbánja, ha tőkéjét 100 százalékban ezekbe az értékpapírokba fekteti.

Az elsődlegesen mérlegelendő szempontok rövid bemutatása után elismételjük az óvatos befektetők által követendő alapvető kompromisszumos befektetési politikát - nevesen azt, hogy tőkéjük egyik részét mindig kötvénytípusú eszközökben, másik részét pedig részvényekben tartásák. Továbbra is igaz, hogy követhetik a két komponens közötti egyszerű 50-50 százalékos megosztást, vagy saját megítélésük alapján minimum 25 százalék, maximum 75 százalék között változtathatják az egyes értékpapírtípusok arányát. Egy későbbi fejezetben részletesebben is foglalkozunk ezekkel az alternatív befektetési politikákkal.

Mivel jelen idő szerint a részvényektől elvárható teljes hozam nagyjából megegyezik a kötvényekével, a hozam, amire a befektető jelenleg számíthat, kevésbé függ attól, hogy milyen arányban osztja fel tőkéjét a két komponens között. Ahogy fentebb kiszámoltuk, mindkét oldalról körülbelül 7,8 százalék adózás előtti, valamint 5,5 százalék adómentes (vagy becsült adózás utáni) hozamot várhatunk. Egy ilyen nagyságrendű hozam érzékelhetően magasabb, mint amire a tipikus konzervatív befektető az elmúlt időszak nagy részében számíthatott. Az 1949 utáni, döntően bika piac 20 éve alatt a részvények által elért nagyjából 14 százalékos hozamhoz viszonyítva lehet, hogy nem tűnik túlságosan vonzósnak. Ám nem szabad elfelejteni, hogy 1949 és 1969 között a DJIA értéke ötszörösére nőtt, míg az indexet alkotó vállalatok nyeresége és osztaléka csupán megduplázódott. Így ennek az időszaknak a lenyűgöző piaci teljesítménye mögött nagyjából a befektetőkés spekulánsok attitűdjének változása áll, nem pedig a vállalati fundamentumok. Ilyen szempontból akár „önbeteljesítő folyamatnak” is nevezhetnénk ezt.

Az óvatos befektető részvényportfóliójának megtárgyalásakor csak olyan vezető részvényedről beszéltünk, mint a Dow Jones Industrial Average indexet alkotó harminc vállalat papírjai. Pusztán az egyszerűség kedvéért jártunk el így, nem azt kívántuk sugallni ezzel, hogy egy ilyen befektető csak ezt a harminc részvényt vásárolhatja. Igazság szerint sok más olyan vállalat létezik, amely ugyanolyan vagy akár jobb, mint a Dow Jones indexet alkotó cégek. Ezek közé tartozik a köz-műcégek jelentős része (amelyeknek saját Dow Jones indexük van). A lényeg ebben az, hogy az óvatos befektető eredményeit nem befolyásolja jelentősen az, hogy egyik vagy másik diverzifikált portfóliót vagy indexet választja ki, és - pontosabban fogalmazva - sem ő, sem tanácsadói nem tudják bizonyossággal megjósolni, hogy végeredményben milyen különbségek fognak kialakulni. Igaz

" Napjainkban a Dow Jones Industrial Average legszélesebb körben ismert alternatívája a Standard S&P's 500 részvényből álló indexe (az „S&P”) és a Wilshire 5000 index. Az S&P 500 nagy, jól ismert vállalatra összpontosít, amelyek az USA részvénytőzsdéján teljes értékének mintegy 70 százalékát teszik ki. A Wilshire 5000 szinte az összes jelentős, nyilvánosan jegyzett amerikai vállalat papírját tartalmazza (mintegy 6700 céget); ám mivel az index összértékének nagy részét a legnagyobb vállalatok adják, a Wilshire 5000 alakulása igen hasonló az S&P 500-éhoz. Számos olyan befektetési alap létezik, amellyel a befektetők egyetlen, kényelmesen kezelhető portfólióval fektethetik pénzüket az ezeket az indexeket alkotó részvényekbe. (Lásd9. fejezet.)

Az intelligens befektető

ugyan, hogy az ügyes és okos befektetés művészete elsősorban abban rejlik, hogy olyan papírokat válasszunk ki, amelyek a piac egészénél jobb eredményt fognak elérni. Máshol kifejtett okok miatt kételkedünk abban, hogy az óvatos befektetők általánosságban képesek az átlagnál jobb eredményt elérni - ami tulajdonképpen azt jelentené, hogy túlszárnyalják saját összteljesítményüket." (Szkepticizmusunk a szakértők által kezelt nagy alapokra is érvényes.)

Engedje meg az olvasó, hogy olyan példával támasszuk alá meglátásunkat, amelv első ránézésre ennek épp az ellenkezőjét bizonyítja. 1960 decembere és 1970 decembere között a DJIA 616 pontról 839 pontra nőtt, mintegy 36 százalékot erősödve ebben a periódusban. Ugyanebben az időszakban az 500 részvényből álló súlyozott Standard & Poor's index 58,11 pontról 92,15 pontra, azaz 58 százalékkal emelkedett. Nyilvánvalóan a részvények e második csoportja jobb „vételnek” bizonyult, mint az első. De ki lett volna elég bátor megjósolni azt 1960-ban, hogy a mindenféle részvény „vegyes felvágottja” egyértelműen felülmúlja a Dow harminc arisztokratikus óriását? Fenntartjuk véleményünket, hogy mindez azt bizonyítja, hogy csak ritkán lehet megbízható előrejelzéseket adni az árváltozásokról, legyenek azok akár abszolútak, akár relatívak.

Mentegetőzés nélkül kell ismételnünk magunkat - hiszen a figyelmeztetést nem lehet elégszer elmondani: a befektető újonnan kibocsátott vagy felkapott papírok (magyarul: a gyors nyereség reményében ajánlott részvények) megvásárlása esetén sem számíthat az átlagosnál jobb eredményre." Szinte bizonyos, hogy hosszú távon ennek az ellenkezője is igaz. Az óvatos befektetőnek a hosszú, nyereséges működéssel és erős pénzügyi helyzettel büszkélkedő, meghatározó vállalatok részvényeire kell korlátoznia portfólióját. (A pénzt megérő bármelyik értékpapírelemző képes összeállítani ezeknek a cégeknek egy ilyen listáját.) Az agresszív befektetők más típusú részvényeket is vásárolhatnak, ám kizárólag abban az esetben, ha azok intelligens elemzés után egyértelműen vonzóknak találtak.

A szakasz lezárásaképpen három további lehetőséget ajánlunk az óvatos befektető figyelmébe. Az első egy jól működő befektetési alap részvényeinek vásárlása, ami a saját részvényportfólió kialakításának lehetséges alternatívája. Sok államban a befektető vagyongazdálkodási társaságok vagy bankok által kezelt nyílt végű befektetési alapok közül is választhat, vagy - amennyiben komolyabb tőkével rendelkezik - igénybe veheti valamelyik elismert befektetési tanácsadó szolgáltatásait. Ebben az esetben profi szakember szabályos keretek között segíti befektetési programját. A harmadik lehetőség a „költségátlagolás” (dollar cost averaging) nevű módszer, amely egyszerűen annyit tesz, hogy a gyakorló befektető minden hónapban vagy negyedévben ugyanakkora pénzügyi összeget fordít részvények vásárlására. Így amikor olcsóbb a piac, több részvényt tud venni, és összességében minden bizonyos kedvező bekerülési árú papírokra tesz szert. Ez a módszer tulajdonképpen az előre meghatározott szabályok, képletek szerint, az érzelmi döntések kizárásával történő átfogó befektetési stratégiák (formula investing) közé tartozik. Ezeket

* Lásd 297-299. és 308-311. oldalak.

** Részletesebben lásd a 6. fejezetben.

Befektetés kontra spekuláció

hallgatólagosan már érintettük azon ajánlásunkban, amely szerint a befektető a piac alakulásától függően minimum 25 és maximum 75 százalékban tartson portfoliójában részvényeket. Ezek az ötletek mindenképpen az óvatos befektető figyelmére érdemesek, ezért bővebben bemutatjuk őket a későbbi fejezetekben."

Az agresszív befektető által elvárható eredmények

Vállalkozó szellemű értékpapír-vásárlónk természetesen az óvatos vagy passzív-társánál jobb összeredményt kíván és remél elérni. Ám mindenekelőtt arról kell gondoskodnia, hogy eredményei rosszabbak ne legyenek. A Wall Streeten könnyen megeshet, hogy a rengeteg ráfordított energia, az elvégzett számtalan elemzés és értékelés, illetve velünk született képességeink a nyereség helyett végeredményben veszteséghez vezetnek. Ha rossz irányba fordítjuk ezeket az erényeket, gyorsan hátránnyá válhatnak. Éppen ezért a legfontosabb dolog, hogy a vállalkozó szellemű befektető egyértelmű elképzeléssel rendelkezzen - ez sokkal lényegesebb annál, hogy milyen műveletek kecsegtetnek a siker elfogadható mértékű esélyével, és milyenek nem.

Először is tekintsük át, hogy a befektetők és a spekulánsok általában milyen módszerekkel kívánnak az átlagnál jobb eredményeket elérni. Az alábbiak tartoznak ide:

1. AKTÍV KERESKEDÉS A PIACON. EZ jellemzően azt jelenti, hogy emelkedő piacon vásárolják a részvényeket, majd, amikor a piac lefelé indul, eladják azokat. Az így kiválasztott részvények jó eséllyel azok lesznek, amelyek a piaci átlagnál jobban „muzsikáltak”. A profik szűk csoportja gyakran shortolja (azaz rövidre eladja) is a részvényeket. Ebben az esetben olyan papírokat adnak el, amelyek nincsenek a birtokukban, hanem a részvényt piacok kialakult mechanizmusán keresztül kölcsönveszik őket. Céljuk, hogy ezeknek a részvényeknek a közelgő áreséséből profitáljanak azzal, hogy az eladásnál alacsonyabb áron veszik vissza őket. (Ahogy arra a *Wall Street Journal*ből származó korábbi idézetünk is utal, esetenként még a gyakorlatlan „kisbefektetők” - az ördögbe ezzel a kifejezéssel! - is kipróbálják a shortolást.)

2. RÖVID TÁVÚ VÁLASZTÁS A PAPIROK KÖZÜL. Olyan vállalatok részvényeinek a megvásárlását jelend, amelyek nagyobb nyereséget jelentettek - vagy fognak jelenteni a várakozások szerint - vagy egyéb kedvező híreket várnak tőlük.

3. HOSSZÚ TÁVÚ VÁLASZTÁS A PAPIROK KÖZÖTT. Itt a hangsúly jellemzően a kiváló múltbeli növekedési eredményeken van, amely növekedés a várakozások szerint a jövőben is folytatódni fog. Bizonyos esetekben a „befektető” választása olyan vállalatokra is eshet, amelyek egyelőre ugyan nem mutattak fel lenyűgöző eredményeket, ám előreláthatólag a későbbiekben jelentős nyereségpotenciállal fognak rendelkezni. (Jellemzően a technológiai - így például a számítástechnika,

* A „jól működő befektetési alapokról” a 9. fejezetben kapunk további tanácsokat. Az „elismert befektetési tanácsadó szolgáltatásairól” a 10. fejezetben részletesebben is olvashatunk. A „költségátlagolás” módszerét az 5. fejezetben mutatjuk be.

Az intelligens befektető

a gyógyszeripar vagy az elektronika terén működő - vállalatok tartoznak ide, amelyek gyakran fejlesztenek ki ígéretesnek tartott folyamatot vagy terméket.)

Korábban már negatív véleményünknek adtunk hangot a fenti területeken végzett befektetői tevékenység sikerének általános esélyeiről. Az első lehetőséget elméleti és gyakorlati alapon kizártuk a befektetések közül. A részvénykereskedés nem olyan tevékenység, amely „mélyreható elemzés alapján a befektetett tőke biztonságát és megfelelő hozamát ígéri”. Egy későbbi fejezetben részletesebben foglalkozunk majd a részvénykereskedéssel.¹

Az irányú erőfeszítése során, hogy a rövid vagy hosszabb távon legígéretesebb részvényeket kiválassza, a befektető kétféle akadállyal kénytelen szembenézni: az egyik az emberi gyarlóságból, a másik pedig a verseny természetéből fakad. Tévedhet a jövőre vonatkozó becsléseit illetően; vagy még ha teljesen igaza is van, elképzelhető, hogy a jelenlegi piaci ár már teljes mértékben tükrözi várakozásait. Ami a részvények rövid távú kiválasztását illeti, a vállalat adott évi eredményét jellemzően az egész Wall Street pontosan tudja; ami a jövő évi eredményeket illeti, amennyire azok előre jelezhetők, olyan mértékben mindenki tisztában van velük, így a befektető, aki elsősorban az ideai kiváló eredmények alapján vagy a jövő évi eredményekkel kapcsolatosan elhangzott információk birtokában választ értékpapírt, könnyen azt tapasztalhatja, hogy mások ugyanilyen okból ugyanezt teszik.

Ha *hosszabb időtávra* választ részvényeket, a befektető alapvetően ugyanezekkel a korlátokkal szembesül. Az előrejelzés hibájának lehetősége - amit a 6. oldalon a légitársaságok példáján keresztül szemléltettünk - kétségkívül nagyobb, mint a rövid távú eredménykilátások esetén. Mivel a szakértők gyakran tévednek ilyen előrejelzéseikben, elméletileg lehetséges, hogy helyes előrejelzés birtokában a befektető komoly nyereségre tesz szert, amennyiben a Wall Street egésze tévesen gondolkodik. Ám ez csupán elméleti lehetőség. Vajon hány vállalkozó szellemű befektető számíthat olyan éleslátásra vagy látnoki képességre, amelynek birtokában kedvenc játékkukban, nevesen a hosszú távú profitkilátások előrejelzése terén győzhetik le a professzionális elemzőket?

Így a következő logikus, ennek ellenére meglepő következtetést vagyunk kénytelenek leszűrni: ahhoz, hogy huzamosabb ideig számottevő esélye legyen az átlagos eredményeknél jobbakat elérni, a befektetőnek olyan befektetési politikát kell folytatni, amely (1) természetéből adódóan stabil és ígéretes, és (2) nem népszerű a Wall Streeten.

Vajon elérhető ilyen befektetési politika a vállalkozó kedvű befektető számára? Elméletben megint csak igen a válasz; és számos érv szól amellett, hogy ez a gyakorlatban is így van. Mindenki tisztában van azzal, hogy a spekulatív ármozgások mindkét irányban túlzók szoktak lenni, és ez gyakran nemcsak egyes részvényekre, hanem a piac egészére is igaz. Egy részvény érdeklődés hiánya vagy indokolatlan, ám széles körben elterjedt előítélet miatt is alulértékelt lehet. Továbbmehetünk és kijelenthetjük, hogy a részvénykereskedéssel foglalkozó emberek megdöbbenően nagy része nem képes - hogy finoman fogalmazzunk - megkülönböztetni a jobb

* Lásd 8. fejezet.

és a bal kezét. Könyvünkben számtalan példát fogunk mutatni az ár és az érték közötti (múltbeli) eltérésre. Ezért úgy tűnhet, hogy bármelyik intelligens ember, aki barátságban van a számokkal, igazi pikniket tarthat a Wall Streeten, és kaszálnak mások butaságának köszönhetően. Így tűnhet, de ilyen egyszerűen ez valahogy nem működik. Elhanyagolt és ezért alulértékelt részvény vásárlása általában igen hosszadalmas és türelmet próbáló feladat. Egy túl népszerű és ebből kifolyólag túlértékelt részvény shortolása pedig nemcsak az egyén bátorságát és kitartását teszi próbára, hanem pénztárcája vastagságát is.¹ Az elv szilárd, sikeres alkalmazása nem lehetetlen, elsajátítása mégis szemmel láthatóan nem könnyű dolog.

Mindemellett számtalan olyan „különleges szituáció” létezik, amelyekre a hosszú évek során több-kevesebb rendszerességgel számíthatunk, és amelyek minimális kockázat mellett igen tisztességes, 20 százalékos vagy még annál is nagyobb éves hozamot hozhatnak azok számára, akik kiismerik magukat ezen a területen. Az értékpapírokkal történő arbitrázsügyletek, a felszámolás miatti kifizetések és megállapodások, és bizonyos védekező jellegű fedezeti ügyletek tartoznak ide. A legjellemzőbb példa egy tervezett fúzió vagy felvásárlás, amely bizonyos részvények értékét a bejelentés időpontjában érvényes piaci árhoz képest jelentősen megnöveli. Az ilyen ügyletek száma lényegesen megnőtt az elmúlt években, így igen nyereséges időszak lehetett ez a hozzáértőknek. Ám nemcsak a bejelentett fúziók, hanem a fúziókkal szembeni akadályok és a végül meg nem valósult tranzakciók száma is megtöbbszöröződött; a magánszemélyek komoly veszteségeket voltak kénytelenek realizálni ezeken az egykor oly megbízható műveleteken. Ráadásul a túlzott verseny miatt talán az ezeken az ügyleteken elérhető profit nagysága is csökkent.”

Úgy tűnik, hogy az ilyen különleges szituációk esetében elérhető egyre alacsonyabb nyereség a csökkenő hozadék elvével rokon önmegsemmisítő folyamat egyik megnyilvánulása, amely könyvünk idejében fejlődött ki. 1949-ben bemutattuk az azt megelőző 75 év részvénypiaci ingadozásainak egy vizsgálatát. Ez alátámasztotta egy olyan - a nyereség és az aktuális kamatláb alapján működő - képlet létjogosultságát, amely képes meghatározni a DJIA index „központi” vagy „belső”

* Részvény shortolásakor, vagyis rövidre eladásakor arra számítunk, hogy a részvényárfolyam lefelé, nem pedig felfelé megy. A shortolás három lépésből álló folyamat: először kölcsönvesszük a valaki más tulajdonában lévő részvényeket; ezt követően a kölcsönvett papírokat azonnal eladjuk; végül az általunk később megvásárolt részvényekkel visszaadjuk azokat. Ha a részvényárfolyam esik, alacsonyabb áron tudjuk megvásárolni a papírokat. A kölcsönvett részvények eladási ára és az általunk megvásárolt részvények vételi ára közötti különbség a bruttó nyereségünk (amiből még le kell vonnunk az osztalék vagy a kamat költségét, illetve a brókerdíjat). Ha ahelyett, hogy csökkenne, a részvény ára felmegy, potenciális veszteségünk határa a csillagos ég - éppen ezért a shortolás a legtöbb egyéni befektető számára elfogadhatatlanul spekulatív művelet.

** Az 1980-as évek második felében, amikor az ellenséges felvásárlások és a tőkeáttételes kivásárlások számát a többszörösére nőtt, a Wall Streeten intézményesített módon próbáltak meg profitálni az ilyen összetett ügyletek árazási hibáiból. Ez annyira jól működött, hogy a könnyű profit, és vele együtt az ilyen arbitrázs lehetőség is eltűnt. Ugyan Graham még egyszer visszatér a témára (lásd 141-143. oldal), az emberek többségének az ilyen típusú kereskedés már elérhetetlen, mivel csak a több millió dollár értékű ügyletek hoznak elegendő nyereséget. A vagyonos magánszemélyek és intézmények fúziókra vagy adott eseményekből eredő arbitrázsokra specializálódtak fedezeti alapon keresztül húzhatnak hasznot ennek a stratégiának az előnyeiből.

Az intelligens befektető

értékét Ha az index aktuális értéke ez alatt volt, akkor venni, ha fölötte, akkor pedig eladni kellett. A képlet a Rothschildok alapelvét követte, amely így szólt: "Vegyél olcsón - adj el drágán."* Ráadásul megvolt az az előnye, hogy pontosan szembement a Wall Street begyökeresedett és káros alapelvével, miszerint a részvényeket azért kell vásárolni, mert felment az árfolyamuk, es azért kell eladni, mert lement. Sajnos 1949 után a képlet nem működött többé. A második példával a részvénypiacok mozgására vonatkozó híres Dow-elmélet szolgál, amennyiben az 1897-1933-as időszakra előre jelzett kiváló eredményeit összehasonlítjuk az 1934 óta megfigyelhető kétségkívül gyengébb teljesítményével.

A harmadik és egyben utolsó példa arra, hogy újabban már nem léteznek nagyszerű lehetőségek: saját Wall Street-i tevékenységünk jelentős része olyan - egyébként könnyen azonosítható - alkalmi vételek felkutatására irányult, amelyek esetében a részvény piaci ára a fizetendő kötelezettségekkel csökkentett forgótőke egy részvényre jutó értéke alatt volt. (Ne feledjük, hogy ezen értékelési mód a vállalat befektetett eszközeit, mint például a gépek, termelőberendezések, ingatlanok egyáltalán nem is vette figyelembe!) Nyilvánvaló, hogy ezek a részvények jóval a vállalat értéke alatti áron forogtak. Egyetlen tulajdonos vagy nagy részvényes sem gondolna arra, hogy ilyen nevetséges áron eladja tulajdonát. Furcsamód azonban ilyen anomáliákat könnyen lehetett találni. Egy 1957-ben közzétett lista csaknem kétszáz ilyen részvényt azonosított a piacon. Közülük így vagy úgy gyakorlatilag az összes jövedelmezőnek bizonyult, átlagos éves eredményük a legtöbb egyéb befektetését meghaladta. Ám a következő évtized során írd es mondd eltűntek a részvénypiacról, és velük együtt a vállalkozó szellemű befektetők éleselméjűségénél sikerrel kecsegtető, megbízható befektetési terep is odalett. Az 1970-es alacsony árfolyamok mellett azonban újra nagy számban jelentek meg a „nettó forgótőke értéke alatt forgó” papírok, és a piac jelentős emelkedése ellenére is az év végéig maradt még belőlük elegendő ahhoz, hogy megfelelő méretű portfóliót lehessen belőlük kialakítani.

A vállalkozó szellemű befektetőnek a mai piaci körülmények között is számos lehetősége van, hogy az átlagnál jobb eredményeket érjen el. A piacképes értékpapírok hosszú listája szép számban tartalmaz olyan papírokat, amelyek logikailag és megbízható szempontok szerint alulértékeltnek tekinthetők. Ezeknek átlagosan jobb eredményt kell elérniük, mint a DJIA vagy az ahhoz hasonló átfogó indexek. Meglátásunk szerint csak akkor éri meg a befektetőnek ilyen értékpapírok után kutatnia, ha azok várhatóan legalább öt százalékkal megnövelik a részvénybefektetéseiből származó éves átlagos hozamát. Feladatunk kidolgozni az aktív befektető számára a részvénykiválasztás egy vagy több, ilyen eredménnyel kecsegtető módszerét.

* A Nathan Mayer Rothschild által vezetett Rothschild-család a 19. század során meghatározó szerepet töltött be az európai befektetési bankok és brókerek között. Történelmükről kiváló könyvet írt Niall Ferguson: *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848* (Viking, 1998).

Kommentár az 1. fejezethez

Minden emberi boldogtalanság egyetlen dologból ered: nem tudjuk, miként: maradjunk nyugodtan a szobában.

(Blaise Pascal)

Mi az oka, hogy a New York-i tőzsdeparketten dolgozó brókerek a záró csengetést hallva mindig jókedvűek - függetlenül attól, hogy milyen napja volt a piacnak? Az, hogy amikor mi kereskedünk, ők pénzt keresnek - nekik mindegy, hogy az ügylettel mi is kerestünk vagy sem. Ha befektetés helyett spekulálunk, csökkentjük annak esélyét, hogy növeljük vagyonunkat, viszont másvalaki esélyeit igenis javítjuk.

Graham befektetésről adott definíciója nem lehetne ennél világosabb: „A befektetési művelet mélyreható elemzés alapján a befektetett tőke biztonságát és megfelelő hozamát ígéri.”¹ Jegyezzük meg, hogy Graham szerint a befektetés egyformán tartalmazza a következő három elemet:

- alaposan elemezni kell egy vállalatot és üzletvitelének stabilitását, mielőtt megvásárolnánk a részvényét;
- előre meggondoltan védeni kell magunkat a komoly veszteségektől;
- „megfelelő”, nem pedig kimagasló teljesítmény elérésére kell törekednünk.

A befektető a vállalat értéke alapján számolja ki, hogy mennyit ér egy részvény. A spekuláns arra játszik, hogy egy részvény árfolyama fel fog menni, mert valaki más még többet fog fizetni érte. Ahogy Graham mondta egyszer, a befektetők „az érték elfogadott szabályai alapján ítélik meg a piaci árat” míg a spekulánsok „a piaci ár alapozzák az értékre vonatkozó szabályaikat”.² A spekuláns számára az aktuális részvényárak olyanok, mint az oxigén: képtelen lenne nélküle élni. A befektető számára a Graham által „jegyzési” értéknek nevezett árfolyam sokkal kevésbé számít. Graham azt tanácsolja, hogy

1 Graham ennél is tovább megy, és definíciójának minden fontos kifejezését megmagyarázza. A „mélyreható elemzés” a „tényeknek a biztonság és érték elfogadott szabályainak fényében történő vizsgálata”, a „befektetett tőke biztonsága” a „normális és ésszerűen valószínűsíthető feltételek vagy változások esetén bekövetkező veszteség elleni védelmet” jelenti, míg a „megfelelő” (vagy „kielégítő”) hozam olyan „százalékosan vagy összegszerűen kifejezett hozam, amelyet - legyen az bármilyen alacsony - az elvárható intelligenciával cselekvő befektető hajlandó elfogadni.” (*Security Analysis*, 1934-es kiadás, 55-56. oldal).

2 *Security Analysis*, 1934-es kiadás, 310. oldal.

Kommentár az 1. fejezethez

csak és kizárólag akkor fektessünk be, ha abban az esetben is kényelmesen éreznénk magunkat a részvény tulajdonosaként, ha nem tudnánk annak napi árfolyamát.³

A kaszinóhoz vagy a lóversenyhez hasonlóan a piaci spekuláció is lehet izgalmas, sőt akár kifizetődő is (ha éppen szerencsénk van). De ez a lehető legrosszabb módja vagyonunk növelésének. Ennek az az oka, hogy a Wall Street - Las Vegas hoz vagy egy lóversenypályához hasonlóan - úgy alakította ki az oddsokat, hogy a ház végül mindenkivel szemben nyer, aki saját spekulatív játékában próbálja meg legyőzni őt.

A befektetés ezzel szemben különleges típusú kaszinó - olyan, ahol végül nem veszíthetünk, feltéve persze, hogy kizárólag az oddsokat számunkra kedvezően alakító szabályok szerint játszunk. Azok, akik befektetnek, saját maguknak keresnek pénzt; akik spekulálnak, a brókereiket gazdagítják. Pontosan ezért van, hogy a Wall Street állandóan háttérbe szorítja a befektetés hosszú távú erényeit, és a spekuláció kétes vonzerejét csillogtatja helyette.

A nagy sebesség kockázattal jár

Ahogy Graham is figyelmeztet, hiba összekeverni a spekulációt a befektetéssel. Az 1990-es években ez a hiba tömegpusztításhoz vezetett. Úgy tűnik, mindenkinek egyszerre fogyott el a türelme, és Amerika a spekulánsok nemzete lett, csupa olyan kereskedő, akik az augusztusi tarlón ugránczó tücskök módjára egyik részvényt a másik után célozták meg.

Az emberek kezdték azt hinni, hogy egy befektetési technika próbája pusztán annyi, hogy „működik-e”. Ha tetszőleges időszakban sikerült túlszárnyalni a piacot, akkor az emberek - függetlenül attól, hogy mennyire veszélyes vagy buta volt a taktikájuk - elkezdtek verni a mellüket, hogy „igazuk” van. De az intelligens befektetőt nem hatja meg, ha átmenetileg igaz van. Hosszú távú pénzügyi céljaink eléréséhez fenntartható és megbízható módon kell, hogy igazunk legyen. Az 1990-es években oly divatosá váló technikák - napon belüli kereskedés (daytrade), a diverzifikáció elhanyagolása, a felkapott befektetési alapok váltogatása, részvényválasztó „szisztémák” követése - működni látszottak. Ám arra nem lehetett esélyük, hogy hosszú távon is legyőzzék a piacot, mert Grahamnek a befektetésekkel szemben támasztott mindhárom követelményével szembementek.

Hogy lássuk, az átmeneti magas hozam miért nem bizonyít semmit sem, képzeljünk el két, egymástól 180 km-re lévő várost. Ha betartjuk a 90 km/h-s sebességhatárt, akkora távolság két óra autózással megtehető. Ha 180 km/h sebességgel hajtunk, egy óra alatt is odaérhetek. Ha megkísérlem ezt, és túlélem, vajon mondhatom-e azt, hogy „igazam” volt? A kedves olvasó is kísértést érezne ennek kipróbálására, pusztán azért, mert én azzal hengegek, hogy nekem „működött”? A piac túlszárnyalását ígérő hamis trükkök ugyanilyenek: rövid távon, amíg a szerencsénk kitart, működnék. Idővel azonban kivégeznek bennünket.

³ Ahogy Graham egy interjújában mondta: Jegyük fel magunknak a kérdést: ha nem lenne piacuk ezeknek a részvényeknek, akkor is hajlandók lennénk a jelenlegi feltételekkel befektetni ebbe a vállalatba? (Forbes, 1972. január 1., 90. oldal)

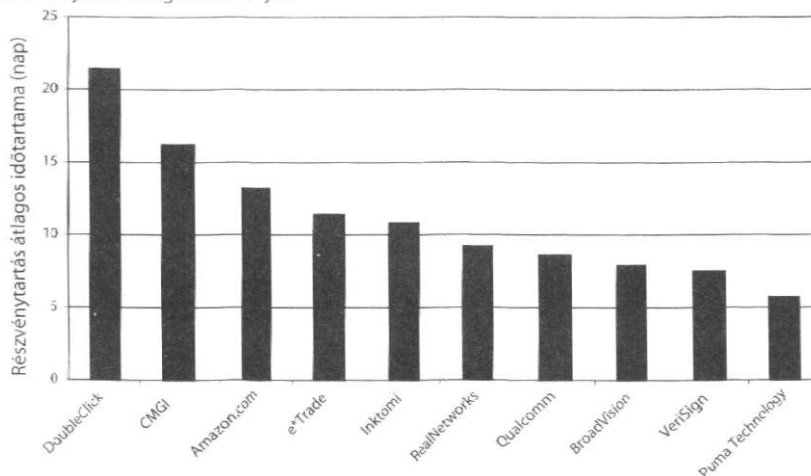
Kommentár az 1. fejezethez

1973-ban, amikor Graham utoljára átdolgozta *Az intelligens befektetőt*, a New York-i tőzsdén jegyzett részvények éves forgási sebessége átlagosan 20 százalék volt, ami azt jelenti, hogy egy tipikus részvénytulajdonos eladás előtt öt évig tartotta papírjait. 2002-re a forgási sebesség 105 százalékra ugrott-vagyis a részvénytartás időtartama már csak 11,4 hónap volt. 1973-ban egy átlagos befektetési alap majdnem három évig tartotta portfóliójában a részvényeket; 2002-re ez az időtartam mindössze 10,9 hónapra csökkent. Olybá tűnik, mintha a befektetésialap-kezelők a portfóliójukban lévő részvényeket kellő ideig vizsgálva megállapítanák, hogy nem is kellett volna megvásárolniuk azokat, ekkor haladéktalanul megszabadulnak tőlük, majd újrakezdi az egészet.

Még a legelismertebb befektetéskezelő cégek is türelmetlenné váltak. 1995 első felében Jeffrey Vinik, a Fidelity Magellan (akkoriban a világ legnagyobb befektetési alapja) vezetője az alap tőkéjének 42,5 százalékát tartotta technológiai részvényekben. Vinik kijelentette, hogy az alap befektetőinek többsége „többéves távlatban megvalósuló célok miatt fektetett be az alapba... Úgy gondolom, hogy céljaink közösek, és hozzám hasonlóan ők is úgy vélik, hogy a hosszú távú megközelítés a leginkább üdvözítő.” Ám hat hónappal ezen emelkedett kijelentést követően Vinik szinte az összes technológiai részvényétől megszabadult, nyolc eszeveszett hét alatt mintegy 19 milliárd értékű részvényt dobott piacra. Ennyit a „hosszú távról!” És 1999-ben a Fidelity diszkontbróker részlege már arra ösztökölte ügyfeleit, hogy Palm kéziszámitógépük segítségével bárhol, bármikor kereskedjenek - ami teljes egészében összhangban volt a cég új szlogenjével, amely szerint „Minden másodperc számít”.

A NASDAQ-on, ahogy az 1.1. ábra mutatja, a részvények forgási sebessége hihetetlen szintre nőtt.⁴

1.1. ábra: Gyorsan forgó részvények



4 Forrás: Steve Galbraith, Sanford C. Bernstein & Co. tanulmánya, 2000. január 10. A diagramon szereplő részvények 1196,4 százalékos átlagos hozamot értek el 1999-ben. Értékükből átlagosan 79,1 százalékot vesztek 2000-ben, 35,5 százalékot 2001-ben és 44,5 százalékot 2002-ben - semmissé téve teljes 1999-es nyereségüket, mi több, árfolyamuk az 1999 előtti szint alá esett.

Kommentár az 1. fejezethez

1999-ben a Puma Technology részvényei például átlagosan 5,7 naponta cseréltek gazdát. A NASDAQ grandiózus mottója - „A következő évszázad tőzsdéje”¹- ellenére ügyfelei néhány száz óráig sem kívánták megtartani részvényeiket

A pénzügyi videojáték

A Wall Street úgy harangozta be az online kereskedést, mintha az azonnali meggazdagodáshoz vezetne: a Discover Brokerage, a tiszteletre méltó Morgan Stanley online divíziója olyan tévéreklámot készített, amelyben egy lepukkant autómotó sofőrje felvesz egy jómódú megjelenésű menedzsert. A műszerfalra kihelyezett, trópusi tengerpartot ábrázoló fényképre pillantva a menedzser azt kérdezi, „Nyaralás?”, |gazából -válaszolja a sofőr- az otthonom.” Az öltönyös meghökkenve annyit mond: „Szigetnek tűnik.” A sofőr, hangjában csendes diadallal, így szól: „Pedig tulajdonképpen egy ország

A propaganda folytatódott. Az online kereskedéshez sem dolgozni, sem gondolkodni nem szükséges. Az Ameritrade online bróker tévéreklámjában két háziasszony éppen hazaért a kocogásból; egyikük bejelentkezik számítógépére, kattint néhányat az egérrel, majd ujjongani kezd: „Úgy tűnik, éppen most kerestem 1700 dollárt!” A Waterhouse bróker cég reklámjában valaki megkérdezte Phil Jackson kosárlabdaedzőt, hogy „M it tud a részvénytőzsdéről?” A válasz így hangzott: „Most rögtön kereskedni fogok.” (Vajon hány mérkőzést nyertek volna Jackson NBA-csapatái, ha ilyen filozófiával állt volna a pálya szélén? A másik csapatról semmit nem tudni, és azt mondani, hogy „Készen állok, hogy most azonnal játsszunk velük”- őszintén szólva nem tűnik nyerő stratégiának.)

1999-re már legalább hatmillió ember kereskedett online, és nagyjából egy tizedük a részvényeket az internet segítségével villámgyorsan vásárolva és eladva napon belül is kereskedett. Az olyan sztárokkal kezdve, mint Barbra Streisand, a 25 éves, korábban pincéreként dolgozó queensi Nicholas Birbasig bezárólag mindenki úgy dobálózott a részvényekkel, mintha izzó parázzsal tették volna ugyanezt. „Korábban - tódította Birbas - hosszú távra fektettem be, de úgy látom, hogy ez nem okos dolog.” Ma már napi akár tíz kötést is csinál Birbas, aki évi százezer dollár jövedelemre számít. Ki nem állhatom, ha pirosat látok a nyereség/veszteség oszlopban - mesélte Streisand egy, a *Fortune* magazinnak adott interjújában. - Bika vagyok, ezért feldühít a piros. Ha pirosat látok, gyorsan eladom a részvényeimet.”⁵

A pénzügyi weboldalak és tévécsatornák folyamatosan zúdították a részvényekre vonatkozó adatokat és információkat a bárókba és fodrászatokba, a háziasszonyok konyhájaiba és a kávézókba, a taxikba és a kamionparkolókba, így a részvénytőzsdét egy nonstop nemzeti videojátékká vált. A nagyközönség minden korábbinál tájékozottabbnak érezte magát a részvénytőzsdével kapcsolatban. Míg az emberek elmerültek az adatokban és információkban, a kellő tudásnak sajnos nem voltak birtokában. A részvények teljes mértékben elváltak az azokat kibocsátó vállalatoktól - tisztán

⁵ Csillagjósolás helyett Streisandnak Grahamet kellett volna olvasnia. Az intelligens befektető soha nem ad el részvényt pusztán azért, mert annak árfolyama esett; először mindig utánanézi, hogy vajon a cég üzleti értéke is változott-e.

Kommentár az 1. fejezethez

absztrakciók, a tévé vagy a számítógép képernyőjén futó betűk és számok lettek belőlük. Ha a számok felfelé mozogtak, semmi más nem számított.

1999. december 20-án az online szolgáltatásokkal foglalkozó Juno Online Services „korszakalkotó” üzleti tervvel állt elő: szántszándékkal minél több pénzt kívánt veszíteni. A Juno bejelentette, hogy ennek érdekében innentől minden kiskereskedelmi szolgáltatását ingyen adja - díjmentes e-mail, díjmentes internet-hozzáférés és a következő évben több millió dollárral nagyobb összeget fog reklámozásra fordítani. E vállalati harakiri bejelentésére a Juno részvénye két nap alatt 16,375 dollárról 66,75 dollárig száguldott.⁶

Miért bajlódjunk azzal, hogy kiderítsük, vajon nyereséges-e a vállalat, milyen termékeket vagy szolgáltatásokat kínál, kikből áll a menedzsmentje, vagy egyáltalán mi a cég neve? Elegendő a részvények négybetűs szimbólumát ismerni: CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN.⁷ Így még gyorsabban, az internetes keresőmotor kihagyásával akár további két másodpercet megspórolva vásárolhatjuk meg a kívánt részvényeket. 1998 végén a kisméretű, rendkívül alacsony forgalommal kereskedett épületüzemeltető vállalat, a Temco Services részvényeinek árfolyama néhány perc alatt rekordforgalom mellett majdnem a háromszorosára emelkedett. Hogy miért? A pénzügyi diszlexia bizarr példájaként több ezer kereskedő vásárolt Temco-részvényeket, miután szimbólumát (TMCO) egyszerűen összekeverték a Ticketmaster Online nevű vállalatéval (TMCS). Ez utóbbi cég volt az egyik dotkom sztárpapír, amelynek nyilvános kereskedése aznap indult.³

Oscar Wilde viccelődött, miszerint „a cinikus az, aki mindennek tudja az árát, de semminek sem az értékét”. E definíció alapján a részvénypiac örök cinikus - de ami az 1990-es évek végén történt, még magát Oscart is megdöbbenetette volna. Az *arra* vonatkozó bármilyen sületlen vélemény alkalmas volt arra, hogy megduplázza a cég részvényeinek árfolyamát, még akkor is, ha az a vállalat *értékét* egyáltalán nem vizsgálta. 1998 végén Henry Blodget, a CIBC Oppenheimer elemzője figyelmeztetett, hogy „az értékelés minden dotkom részvény esetében sokkal inkább művészet, mint egzakt tudomány.” Majd, pusztán a jövőbeli emelkedés lehetőségeit taglalva, az Amazon.com éves célárát 150 dollárról 400-ra emelte. Aznap az Amazon.com 19 százalékot emelkedve kilőtt, és - annak ellenére, hogy Blodget ismételten hangsúlyozta: egyéves célárról beszélt - három héten belül 400 dollárig jutott. Egy évvel később Walter Piecyk, a PaineWebber elemzője azt jósolta, hogy a Qualcomm árfolyama a következő 12 hónapon belül eléri az 1000 dollárt. A részvény, amely az adott évben már 1842 százalékot ment, aznap további 31 százalékot emelkedett, és elérte a 659 dolláros szintet.⁹

6 Mindössze 12 hónap múlva a Juno részvénye 1093 dolláros csúcson tetőzött.

7 A szimbólum a vállalat nevének általában négybetűs rövidítése, amellyel a kereskedés során azonosítják a részvényt.

8 Nem egyedülálló esetről beszélünk; az 1990-es évek második felében legalább három további alkalommal megesett, hogy a napon belüli kereskedéssel foglalkozó spekulánsokat egekbe röpitették egy részvényárát, amikor szimbólumát összekeverték egy, a parkettre újonnan bevezetett internetes céggel.

9 Az Amazon.com és a Qualcomm 2000-ben és 2001-ben összesen 85,8, illet/e 71,3 százalékot veszített értékéből.

A képlettől a kudarcig

Ám nem a mérgezett egér módjára történő kereskedés a spekuláció egyetlen módja. Az elmúlt bő évtizedben az egyik spekulatív módszert a másik után kapták fel, ajánlották majd dobták félre. Bizonyos szempontból mindegyik hasonló volt - Gyors! Egyszerű! Nem fog fájni! - és valamilyen szempontból mindegyik átlépte a Graham által a befektetés és spekuláció között meghúzott határvonalat. Következzék néhány a felkapott majd annak rendje és módja szerint megbukott képletek közül:

• **Húzz hasznot a naptárból.** A „januárhatást” - vagyis a kis részvények azon hajlamát, hogy az év fordulója környékén jelentős nyereséget érnek el - számos, az 1980-as években megjelent tudományos cikk és a szélesebb közönségnek szánt könyv hirdette. Ezek a vizsgálatok kimutatták, hogy amennyiben december második felében bevásárolunk kis részvényekből, és januárig tartjuk azokat, 5-10 százalékponttal is túlszárnyalhatjuk a piacot. Ez a megállapítás rengeteg szakértőt mehökkentett. Hiszen ha ilyen egyszerű lenne, biztos, hogy már mindenki hallott volna róla, rengetegen meg is tennék ezt és akkor a lehetőség automatikusan megszűnne.

Mi okozta ezt a januári megugrást? Először is az év végéhez közeledvén sok befektető eladja a portfóliójában lévő, gyengén szereplő részvényeit, hogy az így elkönyvelt veszteséggel csökkentse adófizetési kötelezettségét. Másodsorban az év utolsó időszakában a professzionális alapkezelők egyre óvatosabbá válnak; ha addig felülteljesítettek, igyekeznek megővni az elért eredményeket, alulteljesítés esetén pedig igyekeznek minimalizálni azt. Emiatt óvakodnak csökkenő árfolyamú részvényt vásárolni (vagy akár csak tartani ilyet). És ha mindemellett egy alulteljesítő részvény kicsi, és jelenléte a portfólióban magyarázatra szorul, akkor az alapkezelő nem fogja törni magát, hogy a papírt mindenáron szerepeltesse az év végi kimutatásában. Mindezek a tényezők együttesen átmeneti eladói nyomás alá helyezik ezeket a kis részvényeket; majd amikor az adózási szempontok által motivált eladások januárban véget érnek, a papírok hajlamosak visszapattanni, figyelemre méltó és gyors nyereséggel kecsegtetve a részvényeseket.

A januárhatás nem tűnt el, ám mindenképpen gyengült. William Schwert, a Rochesteri Egyetem pénzügyprofesszora szerint a december végén megvásárolt és január elején eladott kis részvényekkel 1962 és 1979 között átlagosan 8,5, 1980 és 1989 között 4,4, 1990 és 2001 között pedig 5,8 százalékponttal lehetett túlszárnyalni a piac teljesítményét¹⁰

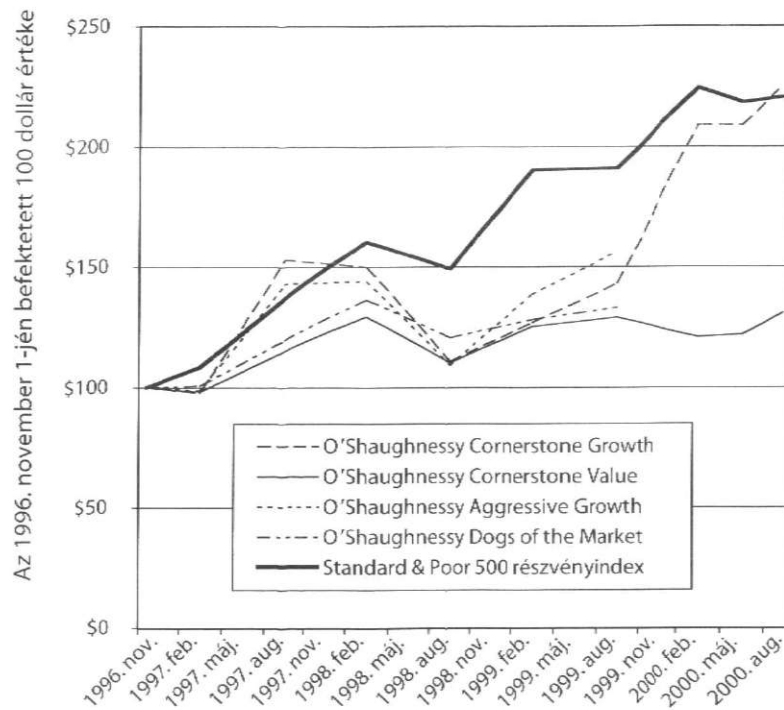
Ahogy a januárhatás ismertté vált az emberek körében, úgy kezdett el decemberben egyre több kereskedő kis részvényeket vásárolni. Ennek hatására azok kevésbé voltak eladói nyomás alatt, árfolyamuk kevésbé csökkent, így a januári visszapattanás - és vele együtt a nyereség - is kisebb lett. Ráadásul a januárhatás a legkisebb részvények esetében érvényesül a legerősebben - ám a Plexus Group, a brókerdíjak területének egyik vezető szaktekintélye úgy számol, hogy az ilyen apró részvények vételi és eladási költségei akár a befektetés 8 százalékára is rúghatnak. Vagyis mire kifizetjük brókerünket a januárhatáson elért teljes nyereség a semmibe vész.

¹⁰ Schwert „Anomalies and Market Efficiency” című kiváló tanulmányában közli megállapításait. A tanulmány a <http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm> címen érhető el.

Kommentár az 1. fejezethez

• **Tedd puszta azt, „ami működik”.** 1996-ban egy James O'Shaughnessy nevű, ismeretlen alapkezelő *What Works on Wall Street* (Ami működik a Wall Streeten) címmel kiadott egy könyvet. Ebben azt állította, hogy „a befektetők *sokkal jobb* eredményt érhetnek el, mint a piac”. O'Shaughnessy döbbenetes kijelentést tett: az 1954-ben befektetett 10 ezer dollárral 1994-re 8 074 504 dollárt lehetett keresni, ezzel több mint tízszeresen felülmúlva a piacot. Ez hihetetlen, 18,2 százalékos éves átlaghozamot jelent. Hogy hogyan? Ötven olyan részvényt kellett megvásárolni, amelyeknek a legmagasabb volt az egyéves hozama, a vállalatnak öt egymás követő éven át növekedett a nyeresége, a részvényárfolyam pedig legfeljebb másfélszerese volt a vállalat egy részvényre jutó bevételének.” A magát a Wall Street Edisonjának érző O'Shaughnessy még szabadalmaztatta is „automatizált stratégiáját”, és megállapításai alapján négy befektetési alapot indított el. 1999 végéig alapjaiba több mint 175 millió dollár áramlott, és a befektetési jegyek tulajdonosainak küldött éves levelében O'Shaughnessy fellengzősen ezt írta: „Bízom benne, hogy a kijelölt utat követve és a kipróbált befektetési stratégiáinkhoz ragaszkodva együtt fogjuk elérni hosszú távú céljainkat.”

1.2. ábra: *Ami korábban működött a Wall Streeten...*



Forrás: Morningstar, Inc.

11 James O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (McGraw-Hill, 1996), xvi és 273-295. oldalak.

Kommentár az 1. fejezethez

Ám közvetlenül az után, hogy O'Shaughnessy könyvében megírta, mi az, „ami működik a Wall Streeten” az valahogy megszűnt működni. Az 1.2. ábrán jó! látszik, hogy két alapja olyan gyengén muzsikált, hogy 2000 elején megszüntette őket, és a teljes részvényt piac (amelynek teljesítményét jelen esetben az S&P 500 index mutatja) a négy év során majdnem végig felülmúlta O'Shaughnessy alapjait.

2000 júniusában O'Shaughnessy közelebb került saját „hosszú távú céljaihoz”: az alapokat átadta egy új alapkezelőnek, ügyfeleit pedig magukra hagyta a „kipróbált befektetési stratégiáikkal”.² O'Shaughnessy befektetői talán kevésbé lettek volna dühösekké, ha pontosabb címet ad könyvének - például azt, hogy *Ami működött a Wall Streeten... amíg meg nem írtam ezt a könyvet*.

• **Kövessd a „bolondos négyet”.** Az 1990-es évek közepén a Motley Fool weboldal (és számos könyv) előjött a „bolondos négy”(Foolish Four) néven ismertté vált módszerrel. A Motley Fool szerint „messze túlszárnyalható az elmúlt 25 év piaci átlaga”, és „legyőzhető a befektetési alapok”. És ehhez „évente mindössze 15 percet” kell befektetéseink megtervezésére fordítani. Ami a legjobb az egészben, hogy a módszer „minimális kockázattal” jár. Mindössze a következőket kell tenni:

1. Válasszuk ki a Dow Jones Industriál Average index öt legalacsonyabb árú és legmagasabb osztalékhozamú részvényét.
2. Hagyjuk el a legalacsonyabb árú papírt.
3. Fektessük pénzünk 40 százalékát a második legalacsonyabb árfolyamú részvénybe.
4. Tegyük 20-20 százalékot a többi három részvénybe.
5. Egy év múlva hasonló elvek alapján szűrjük le a Dow papírjait, és rendezzük át portfóliónkat az 1-4. lépéseknek megfelelően.
6. Ismételjük, amíg meg nem gazdagszunk.

A Motley Fool nem kevesebbet állított, mint hogy 25 éves időtartamban ez a módszer figyelemre méltó mértékben, átlagosan évi 10,1 százalékponttal múlta felül a piac teljesítményét. Véleményük szerint a „bolondos négy” módszerével befektetett 20000 dollárból két évtized múlva 1 791 000 dollár lesz. (Sőt azt is állították, hogy még ennél is jobb eredmény érhető el, ha azt az öt Dow-részvényt választjuk ki, amelyeknél az osztalékhozam és a részvényárfolyam négyzetgyökének aránya a legmagasabb, majd a legmagasabb ilyen mutatóval bíró részvényt kihagyjuk, és a következő négyet vásároljuk meg.)

Gondoljuk végig, hogy egy ilyen „stratégia” miért nem felelhet meg Graham, a befektetésről szóló definíciójának:

¹² A sors iróniája, hogy a két megmaradt O'Shaughnessy-alap (amelyek immár Hennessy-alapok néven futnak) egész jó teljesítményt kezdett nyújtani közvetlenül az után, hogy O'Shaughnessy bejelentette: az alap kezelését átadja egy másik cégnek. Az alap befektetői örjöngtek. A www.morningstar.com csetoldalán egyikük így morgolódott: „Ügy látom, O'S-nek 3 év a hosszú táv. .. Átérzem keserűségetek. Én magam is hittem O'S módszerében... Rengeteg barátomnak és rokonomnak meséltem az alapjáról, és most már nagyon örülök, hogy nem fogadták meg a tanácsaimat.”

Kommentár az 1. fejezethez

- Milyen „mélyreható elemzés” igazolhatja azt, hogy a legvonzóbb árral és osztalékkal kecsegtető papírt elvetjük - de az ugyanezen ismérvek szerint gyengébben teljesítő következő négyet megtartjuk?
- Hogyan tekinthetjük azt „minimális kockázatnak”, hogy pénzünk 40 százalékát egyetlen részvénybe fektetjük?
- És miként lehet egy pusztán négy részvényből álló portfólió kellően diverzifikált ahhoz, hogy garantálja a „befektetett tőke biztonságát”?

A „bolondos négy” egyike a valaha összetákolt legszilányabb részvényválasztó szabályoknak. Ugyanazt a hibát követi el, mint O'Shaughnessy: ha elég hosszan vizsgálunk kellően nagy mennyiségű adatot, sok mintát vagy ismétlődést fedezhetünk fel benne - akár véletlenül is. Az átlagnál magasabb részvényhozamot produkáló vállalatok között pusztán vakszerencse alapján számos hasonlóságot találunk. Ám ha nem ezek a tényezők okozzák a részvények felülteljesítését, nem alkalmasak a jövőbeli hozam előrejelzésére.

A Motley Fools által oly nagy öntömjénezéssel „felfedezett” tényezők - a legjobb mutatójú részvény elhagyása, a második legmagasabb mutatójú részvény súlyának megduplázása, az osztalékhozam osztva a részvényár négyzetgyökével - egyike sem okozhatja vagy indokolhatja a részvény jövőbeli teljesítményét. A *Money Magazine* megállapította, hogy egy olyan portfólió, amelyet ismétlődő betűket nem tartalmazó nevű részvényekből alakítottak ki, szinte ugyanolyan jól teljesít, mint a bolondos négy - és ennek az oka is ugyanaz: a vakvéletlen.¹³ Graham szüntelenül ismétli, hogy a részvények azért fognak a jövőben jól vagy gyengén teljesíteni, mert a mögöttük álló vállalat jól vagy gyengén teljesít - ennyi, és nem több.

Ami biztos, hogy a „bolondos négy” a piac legyőzése helyett arra a több ezer rászédett emberre sújtott le, akik elhitték, hogy a befektetés egyik lehetséges formájával állnak szemben. Például 2000-ben a bolond négy - Caterpillar, Eastman Kodak, SBC és General Motors - 14 százalékos veszteséget jegyzett, miközben a Dow csak 4,7 százalékkal csökkent.

Ahogy ezek a példák is mutatják, az ostoba ötleteknek mindig van piaca a Wall Streeten. Minden ilyen úgynevezett befektetési módszer megszegi Graham törvényét. A magasabb részvényhozam elérését célzó mechanikus képletek mindegyike „egyfajta önpusztító folyamat, amely a csökkenő hozadék elvével rokon”. Az ilyen hozam két ok miatt előbb vagy utóbb a semmibe vész. Ha a képlet pusztán statisztikai véletlenszerűségeen alapul (mint a „bolondos négy”), akkor már csak az idő múlásával is kiderül, hogy az egésznek semmi értelme. Ha viszont a múltban a képlet valóban működött (például a januárhatás), akkor nyilvánosságra kerülése után a piaci mechanizmusok gondoskodnak arról, hogy hatása gyengüljön, majd jellemzően teljesen meg is szűnjön.

Mindez megerősíti Graham figyelmeztetését, amely szerint úgy kell kezelnünk a spekulációt, ahogy a veterán szerencsejátékosok járnak a kaszinóba:

¹³ Lásd Jason Zweig, „Falsé Profits” *Money*, 1999. augusztus, 55-57. oldal. A bolondos négy részletes leírása a www.investorhome.com/fool.htm oldalon is megtalálható.

Kommentár az 1. fejezethez

- Egy percig sem szabad áztatni magunkat azzal, hogy befektetünk, amikor valójában spekulálunk.
- Abban a pillanatban, hogy komolyan vesszük, a spekuláció halálosan veszélyessé válik
- Szigorúan meg kell határoznunk, hogy milyen összeget vagyunk hajlandók kockáztatni.

Ahogy az értelmes szerencsejátékos is legfeljebb 100 dollárral a zsebében lép be a kaszinó ajtaján, és többi pénzét hotelszobája széfjébe zárja, az intelligens befektető is elkülöníti teljes portfóliójának egy kicsiny részét erre az „őrült” célra. Az emberek többsége számára teljes vagyonuk maximum 10 százaléka az, amit megengedhetnek magunknak, hogy spekulatív módon kockára tegyék. *Soha* ne keverjük össze a spekulatív számlán lévő pénzüket a befektetési számlán lévővel; *soha* ne engedjük, hogy spekulatív gondolataink megzavarják befektetési tevékenységünket; és akármilyen történik, *soha* ne tegyük pénzeszközaink több mint 10 százalékát a spekulatív számlánkra. A szerencsejáték iránti vágy az emberi természet része, ebből adódóan a többség számára hiábavaló próbálkozás teljes mértékben elfojtani azt. Ám mindenképpen korlátok közé kell szorítani. Ez a legjobb módszer annak elkerülésére, hogy a spekulációt a befektetéssel összekeverve becsapjuk saját magunkat.

Kommentár az 1. fejezethez

- Egy percig sem szabad áztatni magunkat azzal, hogy befektetünk, amikor valójában spekulálunk.
- Abban a pillanatban, hogy komolyan vesszük, a spekuláció halálosan veszélyessé válik.
- Szigorúan meg kell határoznunk, hogy milyen összeget vagyunk hajlandókkockáztatni.

Ahogy az értelmes szerencsejátékos is legfeljebb 100 dollárral a zsebében lép be a kaszinó ajtaján, és többi pénzét hotelszobája széfjébe zárja, az intelligens befektető is elkülöníti teljes portfóliójának egy kicsiny részét erre az „őrült” célra. Az emberek többsége számára teljes vagyonuk maximum 10 százaléka az, amit megengedhetnek magunknak, hogy spekulatív módon kockára tegyék. *Soha* ne keverjük össze a spekulatív számlán lévő pénzünket a befektetési számlán lévővel; *soha* ne engedjük, hogy spekulatív gondolataink megzavarják befektetési tevékenységünket; és akármilyen történik, *soha* ne tegyük pénzeszközeink több mint 10 százalékát a spekulatív számlánkra. A szerencsejáték iránti vágy az emberi természet része, ebből adódóan a többség számára hiábavaló próbálkozás teljes mértékben elfojtani azt. Ám mindenképpen korlátok közé kell szorítani. Ez a legjobb módszer annak elkerülésére, hogy a spekulációt a befektetéssel összekeverve becsapjuk saját magunkat.

2. FEJEZET

A befektető és az infláció

Az infláció, illetve az infláció elleni küzdelem az elmúlt években a figyelem középpontjába került. A dollár vásárlóerejének a múltban bekövetkezett csökkenése és főképpen a jövőbeli, további komoly eséstől való félelem - vagy spekulánsok esetében ennek reménye - jelentős mértékben befolyásolta a Wall Street gondolkodását. Egyértelmű, hogy a rögzített dollárösszegű jövedelemmel rendelkezők rosszul járnak, ha a megélhetési költségek emelkednek, és ugyanez igaz a rögzített dollárösszegű tőkebefektetések tulajdonosaira is. A részvényesek esetében ugyanakkor fennáll annak a lehetősége, hogy a dollár vásárlóerejének csökkenését ellentételezi a részvények osztalékának és árfolyamának emelkedése.

Mindezen vitathatatlan tények alapján sok pénzügyi szaktekinetly arra a megállapításra jutott, hogy (1) a kötvények természetükből fakadóan a befektetések nem kívánt formái közé tartoznak, (2) a részvények pedig ennél fogva sokkal vonzóbb befektetések, mint a kötvények. Hallottuk, amikor jótékonysági intézményeknek azt tanácsolták, hogy portfóliójuk 100 százalékban részvényekből és nulla százalékban kötvényekből álljon.¹ Mindez éles ellentétben áll a régi időkkel, amikor a befektetési alapokat a törvény kötelezte, hogy csak kiváló minőségű kötvényeket (és néhány, szigorú szempontok szerint kiválasztott elsőbbségi részvényt) tartsanak portfóliójukban.

Bízunk abban, hogy olvasóink kellően intelligensek ahhoz, hogy felismerjék: még a legjobb minőségű részvény sem lehet a kötvényeknél *minden körülmények között* jobb választás. Minden körülmények között - vagyis függetlenül attól, hogy milyen magas szinten van a részvényt piac, vagy a kötvények kamatlábához képest milyen alacsony a pillanatnyi osztalékhozam. Egy ilyen kijelentés pontosan olyan abszurd, mint az - évekkel ezelőtt túl gyakran hallott - ellenkezője, amely szerint

* Az 1990-es évek végén ez a tanács - amely végtelenül hosszú befektetési időtávban gondolkodó alapítvány számára még akár megfelelő is lehet - már a véges élettartamú egyéni befektetőkhez is eljutott. A *Stocks for the Long Run* (Részvények hosszú távra) című, nagy hatású könyvének 1994-es kiadásában Jeremy Siegel, a Wharton School pénzügyprofesszora azt ajánlotta, hogy a „kockázatvállaló” befektetők hitelből is vásároljanak részvényeket, és nettó vagyonuk több mint harmadával megegyező hitelt felvéve pénzeszközeik 135 százalékát részvényekbe fektessék. Még a kormányzati hivatalnokokat is elragadta a hév: 1999 februárjában Maryland állam pénzügyminisztere, Richárd Dixon a következőket mondta egy pénzügyi konferencia hallgatóságának: „Semmi értelme sincsen annak, hogy bárki is kötvényalapban tartson pénzt.”

minden kötvény biztonságosabb bármelyik részvényénél. A fejezetben megpróbáljuk különböző' módszerekkel felmérni az inflációs tényező jelentőségét. Célunk annak megállapítása, hogy az intelligens befektetőnek az árszínvonal jövőbeli emelkedésére vonatkozó várakozásokat milyen mértékben kell figyelembe vennie.

Ebből a szempontból a jövőbeli befektetési politikával kapcsolatos nézeteinket - ahogy ez a pénzügyek területén gyakori - a múltbeli tapasztalatokra kell alapoznunk. Vajon az infláció új keletű jelenség-e ebben az országban - vagy legalábbis az 1965 óta megfigyelhető komoly formájában az-e? Amennyiben rendelkezünk saját tapasztalattal ehhez hasonló (vagy még súlyosabb) inflációra vonatkozóan, milyen tanulságokat szűrhetünk le, ha összehasonlítjuk azokat a jelenlegi inflációval? Induljunk ki a 2.2. táblázatból, amely kissé sűrítve ugyan, de rengeteg információt tartalmaz az általános árszínvonal, illetve az azzal egy időben a részvényekre jutó nyereség és a közönséges részvények piaci árfolyamában bekövetkezett változásokról. A számsorozatok az 1915-ös értékkel indulnak, és az azt követő 55 évet fedik le ötéves intervallumokban. (Az 1945-ös adatok helyett az 1946-osakat tüntettük fel, hogy a háborús időszak hatóságilag rögzített árai ne zavarják meg az összehasonlítást.)

Az első figyelemre méltó megállapítás, hogy az infláció a múltban - legalábbis annak nagy részében - létezett. A legnagyobb ötéves dózist 1915 és 1920 között kaptuk, amikor a megélhetési költségek majdnem a duplájukra emelkedtek. Hasonlítsuk ezt össze az árszínvonal 1965 és 1970 között mért 15 százalékos emelkedésével! A köztes időben három időszakban csökkenő, hat periódusban pedig jellemzően kismértékben növekvő árakkal találkozhatunk. Az adatok alapján a befektető egyértelműen számolhat a folytatódó vagy visszatérő infláció eshetőségével.

Megállapíthatjuk, hogy milyen mértékű inflációra számíthatunk? *Táblázatunk* nem ad egyértelmű választ; a változások nagymértékben szóródnak. Annak minden bizonnyal van értelme, ha az elmúlt 20 év meglehetősen konzisztens adataiból indulunk ki. Ebben az időszakban a fogyasztói árszínvonal átlagos emelkedése évi 2,5 százalékos volt; az 1965-1970-es időszakban ez a mutató 4,5 százalékosra tett ki, míg 1970-ben 5,4 százalékosra. A hivatalos kormányzati politika erősen ellenezte a nagymértékű inflációt, és jó okunk van azt feltételezni, hogy a szövetségi politika a jövőben hatékonyabb lesz, mint az elmúlt években volt." Úgy gondoljuk, hogy jelen állás szerint a befektető ésszerűen feltételezheti azt, illetve alapozhatja arra a döntéseit, hogy a jövőbeli infláció *valószínű* (mészsze nem biztos) éves mértéke körülbelül 3 százalékos lesz. (Ez nagyságrendileg megegyezik a teljes 1915 és 1970 közötti időszak nagyjából 2,5 százalékos éves inflációs rátájával.)

* Ez egyike Graham ritka téves megítéléseinek. 1973-ban, csupán két évvel az után, hogy Richard Nixon elnök bevezette a bérek és árak kontrollját, az infláció 8,7 százalékra, a második világháború vége óta mért legmagasabb szintre ugrott. Az 1973 és 1982 közötti évtized a modern amerikai történelem az infláció által leginkább sújtott időszaka volt, amikor is a megélhetési költségek több mint a kétszeresükre emelkedtek.

2.1. táblázat: Az általános árszínvonal, a részvényenkénti nyereség és a részvényárak ötéves intervallumonként, 1915–1970

Év	Árszínvonal ^a		S&P 500 részvényindex ^b		Százalékos változás az előző időszakhoz képest			
	Nagykereskedelmi	Fogyasztói	Részvényenkénti nyereség	Arfolyam	Nagykereskedelmi árak	Fogyasztói árak	Részvényenkénti nyereség	Részvényárak
1915	38,0	35,4		8,31				
1920	84,5	69,8		7,98	+ 96,0%	+ 96,8%		-4,0%
1925	56,6	61,1	1,24	11,15	-33,4%	-12,4%		+ 41,5%
1930	47,3	58,2	0,97	21,63	-16,5%	-4,7%	-21,9%	+ 88,0%
1935	43,8	47,8	0,76	15,47	-7,4%	-18,0%	-21,6%	-26,0%
1940	43,0	48,8	1,05		-0,2%	+ 2,1%	+ 33,1%	-28,8%
1946 ^c	66,1	68,0	1,06	17,08	+ 53,7%	+ 40,0%	+ 1,0%	+ 55,0%
1950	86,8	83,8	2,84	18,40		+ 23,1%	+ 168,0%	+ 21,4%
1955	97,2	93,3	3,62	40,49	+ 6,2%	+ 11,4%	+ 27,4%	+121,0%
1960	100,7	103,1	3,27	55,85	+ 9,2%	+ 10,5%	-9,7%	+ 38,0%
1965	102,5	109,9	5,19	88,17		+ 6,6%		
1970	117,5	134,0	5,36	92,15	+ 14,6%	+ 21,9%	+ 3,3%	+ 4,4%

a Éves átlagok. A táblázatban szereplő árszintek esetében 1957=100; ám 1967=100 új bázisra való áttérés esetén az 1970-re vonatkozó állag 116,3 fogyasztói árak, illetve 110,4 a nagykereskedelmi árak esetében.

b 1941-1943-as átlag = 10.

c A háborús időszak hatósági árai miatt 1946-os érték.

Milyen következménye lenne egy ilyen árszínvonal-emelkedésnek? A magasabb megélhetési költségek formájában elemésztene a jó minőségű, közepes lejáratú adómentes kötvények (vagy a kiváló minőségű vállalati kötvények adózott) hozamának mintegy felét. Ez komoly csökkenés, mindazonáltal nem szabad el-
túlozni a hatást. Ez nem azt jelenti, hogy a befektető vagyonának valódi értéke, vagyis vásárlóereje az évek folyamán szükségszerűen csökken. Ha adózás utáni kamatjövendelmének felét elköltene, akkor is változatlan maradna vagyonának vásárlóereje - még a 3 százalékos infláció mellett is.

Ám a következő kérdés természetesen az: „Ésszerűen gondolhatja-e azt a befektető, hogy - még az 1970-1971-ben elérhető, minden korábbinál magasabb kötvényhozam mellett is - jobban jár, ha a kiváló minőségű kötvények helyett más vásárol és tart a portfóliójában?” Nem lenne érdekesebb például a részben kötvény, részben részvény befektetési politika helyett csak a részvényeket preferálnia? Nem kínálnak-e a részvények beépített védelmet az infláció ellen, és nem majdnem teljesen biztos, hogy az évek során jobb hozamot eredményeznek, mint a kötvények? Igazából nem járt volna sokkal jobban a befektető, ha az általunk vizsgált 55 éves időszakban kötvények helyett részvényeket tartott volna?

Nem olyan egyszerű válaszolni ezekre a kérdésekre. A múltban a részvények hosszú ideig jobban teljesítettek, mint a kötvények. A 1915-ös átlagos szintjéről, 77 pontról 1970-re 753 pontra emelkedő DJIA index éves átlagos növekedése mintegy 4 százalékot tesz ki, amihez átlagos osztalékhozamként nyugodtan hozzáadhatunk további 4 százalékot. (A S&P azonos időszakra vonatkozó mutatói nagyban hasonlítanak ezekhez az értékekhez.) Az így kapott évi 8 százalékos természetesen sokkal magasabb, mint az ugyanebben az 55 éves időszakban a kötvények után kapható hozam volt. Mindazonáltal nem haladja meg a kiváló minőségű kötvény által *jelenleg* ígért hozamot. így logikusan következik az alábbi kérdés: Van-e nyomós okunk azt feltételezni, hogy a részvények valószínűleg jobban fognak teljesíteni, mint ahogy tették azt az elmúlt öt és fél évtizedben?

Válaszunk erre a fontos kérdésre egyszerűen: *nem*. A részvények jövőbeli teljesítménye *lehet* ugyan jobb, mint a múltbeli volt, de egyáltalán nem biztos, hogy ez így is lesz. A befektetési eredmények tekintetében két időtényezővel kell foglalkoznunk. Az első azt nézi, hogy várhatóan mi fog történni hosszú távon - mondjuk, a következő 25 évben. A második pedig arra vonatkozik, hogy rövid távon vagy a köztes időszakokban, mondjuk, öt éven belül, mi történhet a befektetővel - pénzügyi és pszichológiai szempontból egyaránt. Hangulatát, reményeit és aggodalmait, az elért eredményeivel szembeni elégedettségét vagy elégedetlenségét, és mindenekelőtt a jövőre vonatkozó döntéseit nem az élethosszig tartó befektetésre való visszatekintés, hanem az évről évre gyűjtött tapasztalatok határozzák meg.

Ezen a ponton kategorikus kijelentést tehetünk. Nincsen szoros időbeli kapcsolat az inflációs (vagy deflációs) körülmények és a részvényekre jutó nyereség és árfolyamának mozgása között. A nyilvánvaló példa ennek igazolására az elmúlt, 1966 és 1970 közötti időszak. A megélhetési költségek növekedése 22 százalékos

4 befektető és az infláció

volt, amj az 1946-1950 óta eltelt öt éves periódusok közül a legmagasabb. Ám 1965 óta összességében mind a részvényekre jutó nyereség, mind a részvényárak csökkentek. Mindkét irányban hasonló ellentmondásokat figyelhetünk meg a korábbi öt éves időszakok eredményei között is.

Infláció és vállalati eredmények

A téma másik és rendkívül fontos megközelítése az amerikai vállalatok jövedelmezőségének (az eredmény és a tőke arányának) vizsgálata. Természetesen a gazdaság általános alakulásával együtt ez is ingadozott, de nem azonosítható egyértelmű tendencia, amely szerint a jövedelmezőség a nagykereskedelmi árakkal vagy a megélhetési költségekkel együtt növekedne. A jövedelmezőség az elmúlt húsz évben az időszakban mérhető infláció ellenére markánsan csökkent. (Ez a visszaesés bizonyos mértékben a megengedőbb leírási kulcsoknak köszönhető. Lásd 2.2. táblázat.) Kibővített vizsgálataink eredményeképpen arra a következtetésre jutottunk, hogy a befektető nem sokkal többre számíthat, mint amit a DJIA indexet alkotó vállalatok az utolsó öt évben elértek - ez pedig körülbelül 10 százalék a részvények mögötti nettó anyagi eszközökre (könyv szerinti érték) vetítve.² Mivel ezek a papírok a piacon jóval a könyv szerinti értékük felett forognak - 1971 közepén nagyjából 900 pont a piaci ár, illetve 560 pont a könyv szerinti érték -, a jelenlegi piaci árhoz viszonyított nyereség csak 6,25 százalékot tesz ki. (Ezt a kapcsolatot jellemzően fordítva, a „részvényár a nyereség valahányszorososa” formában szokták kifejezni - a 900 pontos DJIA például 18-szorosa az 1971 júniusában véget ért 12 hónap tényleges vállalati eredményének.)

Ezek a számok összecsengenek az előző fejezetben¹ tett megállapításunkkal, amely szerint a befektető körülbelül 3,5 százalékos osztalékhozamra számíthat részvényei piaci ára után, ami mellett további évi 4 százalékos árfolyam-emelkedés várható a vállalat által visszaforgatott nyereségből. (Láthatjuk, hogy a könyv szerinti érték egydolláros emelkedése jelen várakozások szerint körülbelül 1,6 dollárral fogja növelni a piaci árat.)

Az olvasó tiltakozhat, hogy számításaink végeredményben nem veszik figyelembe a részvényekre jutó nyereségeknek és a részvényárnak a várt 3 százalékos éves infláció okozta növekedését. Indoklásunk szerint semmilyen jel nem utal arra, hogy ilyen mértékű múltbeli infláció bármilyen közvetlen hatással lett volna a vállalatok által jelentett egy részvényre jutó nyereségre. A rideg számok azt bizonyítják, hogy a DJIA indexet alkotó vállalatok nyereségének minden jelentős növekedése a befektetett tőkének a visszaforgatott nyereségből származó arányosan nagy növekedéséből ered. Ha az infláció elkülöníthető pozitív tényezőként működött volna, az lett volna a hatása, hogy megnöveli a korábban meglévő tőke „értékét” és ezen keresztül megnöveli a régi tőke jövedelmezőségét; a régi és új tőke együtt magasabb jövedelmezőségét okozza. Ám valójában semmi ilyesmi nem történt az elmúlt 20 évben, abban az időszakban, amikor a nagykereskedelmi

* Lásd 19. oldal.

árszínvonal majdnem 40 százalékkal nőtt. (A vállalati eredményeket sokkal inkább befolyásolják a nagykereskedelmi, mintsem a „fogyasztói árak”.) Az infláció csak úgy növelheti a részvények értékét, ha megemeli a nyereségek a befektetett tőkéhez viszonyított arányát. A múltbeli adatok alapján erről nincs szó.

Az elmúlt gazdasági ciklusok során megfigyelhettük, hogy a gazdasági erősödést emelkedő árszínvonal kísérte, a gyenge években pedig csökkenő árakkal szembesültünk. Általános vélekedés volt, hogy a „kismértékű infláció” jó hatással van a vállalatok nyereségére. Az 1950 és 1970 közötti időszak nem mond ellent ennek a nézetnek, hiszen az általános fellendülést ekkor általános áremelkedés kísérte. Ám a számok azt mutatják, hogy mindennek a részvénytőke (saját tőke) *jövedelmezőképességére* gyakorolt hatása meglehetősen korlátozott; valójában még arra sem volt elég, hogy fenntartsa a beruházások jövedelmezőségi rátáját. Nyilvánvalóan számos lényeges tényező játszott közre abban, hogy az amerikai vállalatok összesített jövedelmezősége nem emelkedett. Ezek közül talán a legfontosabbak: (1) a béreknek a termelékenység javulását meghaladó emelkedése, valamint (2) a hatalmas mennyiségű új tőke iránti igény, amely így alacsonyban tartotta az értékesítésnek a befektetett tőkéhez viszonyított arányát.

2.2. táblázat: Vállalati hitelállomány, nyereség és tőkére vetített nyereség, 1950-1969

	Vállalati nyereség	Tőkére vetített nyereség százalékban			
		Nettó vállalati hitelállomány (milliárd dollár)	Adózás előtt (millió dollár)	Adózás után (millió dollár)	S&P adatai ^a
1950	140,2	42,6	178	18,3%	15,0%
1955	212,1	48,6	27,0	18,3%	12,9%
1960	302,8	49,7	26,7	10,4%	9,1%
1965	453,3	77,8	46,5	10,8%	11,8%
1969	692,9	91,2	48,5	11,8%	11,3%

a A Standard & Poor's index nyeresége osztva az adott év átlagos könyv szerinti értékével,

b Az 1950-es és 1955-ös adatok forrása a Cottle and Whitman; az 1960-1969-es időszak adatai pedig a Fortune.

A 2.2. táblázatban lévő számok azt mutatják, hogy a vállalatok és részvényeseik nemhogy profitáltak volna az inflációból, hanem éppen ellenkezőleg. Táblázatunk legmegdöbbentőbb számsorozata a vállalati hitelek 1950 és 1969 közötti növekedése. Meglepő, hogy a közgazdászok és a Wall Street is milyen kevés figyelmet szentelt ennek a fejleménynek. A vállalati hitelállomány majdnem ötszörösére növekedett, miközben a cégek adózás előtti nyeresége alig több mint kétszeresére emelkedett. Az ebben az időszakban bekövetkezett jelentős mértékű kamatemelkedés mellett nyilvánvaló, hogy az összesített vállalati hitelállomány jelenlegi nagyságrendje már negatív gazdasági tényező, amely számos cégnek valódi problémát okoz. (Érdeemes megfigyelni, hogy 1950-ben a kamatfizetés utáni, de adózás előtti nettó

A befektető és az infláció

nyereség a vállalati hitelállomány körülbelül 30 százalékát, míg 1969-ben már csak az adósság 13,2 százalékát tette ki. Az 1970-ben mérhető arány minden bizonnyal még kevésbé volt kedvező.) Összefoglalva úgy tűnik, hogy a vállalatok által elért, saját tőkéjükhöz viszonyítva 11 százalékos nyereség jelentős része a nagy összegű, 4 százalék vagy alacsonyabb adózás utáni költségű új hitel felhasználásának köszönhető. Amennyiben az amerikai vállalatok megtartották volna az 1950-ben mért adósságrátájukat, a saját tőkéjükhöz viszonyított nyereségük az infláció ellenére még alacsonyabbra csökkent volna.

A részvényt piac megítélése szerint a közműszolgáltató vállalatok az infláció legfőbb áldozatai, mert a hitel költségeinek jelentős növekedése és a hatóságilag szabályozott, és ily módon nehezen emelhető fogyasztói árak egyre nehezebb helyzetbe hozzák őket. Itt kell megjegyeznünk, hogy a tény miszerint az elektromos áram, a gáz és a telefonszolgáltatások egységköltségei sokkal kevésbé nőttek, mint az általános árindex, a jövőre nézve erős stratégiai pozícióba juttatja ezeket a vállalatokat.¹ A törvény szerint ugyanis jogosultak a befektetett tőkéjük megfelelő hozamát biztosító díjakat felszámítani, és ez - ahogy a múltbeli inflációs időszakokban - minden bizonnyal a jövőben is meg fogja védeni részvényeseiket.

A fentiek mind alátámasztják azon következtetésünket, amely szerint a befektetőnek nincsen alapja arra, hogy az 1971 végi árszinten vásárolt, DJIA típusú részvényekből álló portfóliótól az átlagos teljes hozamnál, azaz nagyjából 8 százaléknál jobb eredményt várjon el. Még ha ezek a várakozások jelentős mértékben felül teljesülnek is, akkor sem biztos, hogy egy kizárólag részvényekből álló befektetési portfólió profitálni fog ebből. Ha valami garantálható a jövőre nézve, akkor az az, hogy egy részvényportfólió nyeresége és átlagos éves piaci értéke *nem* egységesen 4 százalékkal vagy bármilyen más értékkel fog nőni. Idősebb J. P. Morgan híres szavai szerint „*ingadozni fognak*”.¹ Ez elsősorban azt jelenti, hogy a mai - vagy holnapi - árakon részvényeket vásárló azzal a valós kockázattal kénytelen szembesülni, hogy bizonyos időszakig gyenge eredményeket fog elérni befektetésén. A General Electricnek (és magának a DJIA indexnek) mintegy 25 évbe telt, hogy talpra álljon az 1929 és 1932 közötti összeomlás után. Túl ezen, ha a befektető portfólióját részvényekre alapozza, útját nagy valószínűséggel felvillanyozó emelkedések és nyomasztó áresések fogják kísérni. Különösen igaz ez abban az esetben, ha okfejtésében további inflációra számít. Ekkor, ha újabb bika piaci korszak kezdődik, a nagy emelkedést nem a szükségszerűen bekövetkező esésre utaló vészjelzésként, s nem is a csinos haszon bezsebelésének lehetőségeként, hanem inflációs hipotézisének igazolásaként fogja fel, s ily módon bármilyen magas piaci árszint és alacsony osztalékhozam esetén folytatni fogja a részvényvásárlásokat. Ez az út bizony szomorúsággal van kikövezeve.

* John Pierpont Morgan a 19. század végének és a 20. század elejének egyik leghatalmasabb pénzügyi tekintélye volt. Befolyásossága miatt állandóan kérdezték, mi várható a részvényt piacon. Morgan az ilyen alkalmakra kitalált egy rövid, ámde csalihatatlan választ: „*Ingadozni fog*” Lásd Jean Strouse, *Morgan: American Financier* (Random House, 1999), 1'. oldal.

Részvények alternatívái az infláció elleni védekezésben

A saját országuk pénzében nem bízók emberek hagyományosan aranyat vásároltak és tartottak. Az amerikai polgárok számára - szerencsésükre - ez 1935 óta jogszabályba ütközik. Az azóta elmúlt 35 évben a nyílt piacon az arany ára unciánként 35 dollárról 1972 elejére 48 dollárra nőtt - ami csupán 35 százalékos emelkedést jelent. És ez időszak alatt az arany tulajdonosa semmilyen jövedelem jellegű bevételt nem könyvelhetett el befektetése után, sőt a tárolás miatt minden évben bizonyos költséggel volt kénytelen számolni. Ha bankba teszi a pénzét, az érte járó kamatokkal - az emelkedő általános árszínvonal ellenére is - nyilvánvalóan sokkal jobban járt volna.

Az, hogy az arany szinte egyáltalán semmilyen védelmet nem tudott nyújtani a dollár vásárlóerejének csökkenésével szemben, komoly kétségeket kell, hogy ébresszen az egyszeri befektetőben, hogy a pénzét „tárgyakba” fektetve kivédheti-e az inflációt. Az értékes ingóságok csupán nagyon kis hányadáról mondható el, hogy piaci értékük jelentősen nőtt az elmúlt években - például a gyémántok, neves festők művei, egyes könyvek első kiadásai, ritka bélyegek és érmék tartoznak ebbe a körbe. Ám még ezek esetében is gyakran, sőt szinte mindig megfigyelhető az árukkal kapcsolatban egyfajta mesterséges, bizonytalanság vagy akár irrealitás. Egyszerűen nehéz „befektetési műveletnek” tekinteni azt, ha valaki 67500 dollárt fizet egy 1804-es dátumú (ám még csak nem is abban az évben vert) amerikai ezüstdollárért.⁴ Bevalljuk, tájékozatlanok vagyunk ezen a területen, ám úgy gondoljuk, nagyon kevés olvasónk számára lehet biztonságos és eredményes az itt való kalandozás.

Az ingatlant is szokás olyan stabil, hosszú távú befektetésnek tekinteni, amely elfogadható szintű védelmet nyújt az infláció ellen. Sajnos az ingatlanárak is hajlamosak nagymértékben ingadozni; súlyos hibákat lehet elkövetni az ingatlan elhelyezkedését, a kifizetett árat stb. illetően; és könnyen belesétálhatunk az ingatlanügynökök csapdáiba. Ráadásul a diverzifikációt általában nehezen valósíthatja meg egy közepes vagyonnal bíró befektető. Együttműködhet ugyan e célból különböző formákban más befektetőkkel, ám ennek is megvannak a maga kockázatai. Ez sem a mi terepünk. Mindössze azt tanácsolhatjuk a befektetőnek, hogy csak akkor vágjon bele, ha biztosan tudja, mit csinál.

* Peter L. Bernstein befektetési filozófus úgy véli, hogy Graham „óriásit tévedett” a nemesfémek, különösképpen az arany tekintetében, amely (legalábbis az azt követő években, hogy Graham megírta ezt a fejezetet) tanúbizonyosságát adta azon képességének, hogy árának emelkedése túlszárnyalja az inflációt. Ezzel William Bernstein, a híres pénzügyi szakember is egyetért, és úgy véli, hogy ha vagyonunk egy kicsiny hányadát (mondjuk, teljes tőkénk 2 százalékát) nemesfémalapokba fektetjük, akkor az arany g/engébb teljesítménye sincs jelentős hatással vagyonunk teljes hozamára. Ám amikor az arany jól teljesít, gyakran látványos - esetenként évi 100 százalékos - hozamot ér el, ami önmagában képes lehet „bearanyozni” egy egyébként közepes teljesítményű portfoliót. Az intelligens befektető a magas tárolási és biztosítási költségek miatt azonban nem fektet közvetlenül aranyba, hanem olyan jól diverzifikált befektetési alapot választ, amely nemesfémekkel foglalkozó társaságok papírjait tartalmazza, és éves költsége nem haladja meg az 1 százalékot. Pénzügyi eszközeink legfeljebb 2 százalékát (vagy 65 éves életkor felett maximum 5 százalékát) tartjuk ilyen alapon.

Következtetés

Természetesen visszatérünk az előző fejezetben ajánlott befektetési politikához. A befektető - pusztán a jövőre vonatkozó bizonytalanság miatt - nem teheti meg, hogy minden pénzét egyetlen kosárba teszi: hiába a kötvények által az elmúlt időszakban kínált példátlanul magas hozam, nem tarthat csak és kizárólag kötvényeket; és hiába a folytatódó infláció lehetősége, nem fektetheti minden pénzét részvényekbe sem.

Minél jobban függ a befektető a portfóliójától és az abból származó jövedelmétől, annál lényegesebb, hogy óvja azt a váratlan és zavaró eseményekkel szemben. Magától értetődő, hogy a konzervatív befektetőnek kockázata minimalizálására kell törekednie. Biztosak vagyunk abban, hogy például egy telefontársaság 7,5 százalékos hozamot kínáló kötvényének megvásárlása sokkal kisebb kockázatokat rejt, mint a DJIA (vagy bármelyik azzal egyenértékű részvényindex) 900 ponton történő megvétele. Ám a *nagymértékű* infláció lehetősége továbbra is fennáll, és a befektetőnek valamilyen óvintézkedést kell tennie. Egyáltalán nem biztos, hogy a részvények megfelelő védelmet jelentenek az ilyen mértékű infláció ellen, ám a kötvényeknél nagyobb védelmet kellene nyújtaniuk.

Ezt mondtuk a témáról könyvünk 1965-ös kiadásában (97. oldal), és ma is ugyanezt tudjuk leírni:

Legyen egyértelmű az olvasó számára, hogy ezen az árfolyamszinten (a DJIA esetében 892 pont) nem igazán lelkesedünk a részvényekért. A már elmondott okok miatt azonban úgy ítéljük meg, hogy az óvatos befektető nem engedheti meg magának, hogy portfóliója ne tartalmazzon érzékelhető anyban részvényeket. Véleményünk szerint két rossz közül ez a kisebbik - a nagyobbik rosszt annak kockázata jelenti, ha kizárólag csak kötvényeket birtokol.

Kommentár a 2. fejezethez

Az amerikaiak egyre erősebbek. Húsz éve még két ember kellett, hogy hazacipelje a tíz dollár értékű bevásárlást. Erre ma már egy öt éves is képes.

Infláció? Kit érdekel?

Végül is az 1997 és 2002 közötti időszakban az áruk és szolgáltatások árának évi átlagos növekedése kevesebb mint 2,2 százalékot tett ki - és a közgazdászok úgy vélik, hogy még ez az egyébként alacsony inflációs ráta is felül van becsülve.¹ (Gondoljunk bele például abba, miként zuhant a számítógépek és szórakoztatóelektronikai cikkek ára - és hogyan javult számos termék minősége, ami azt jelenti, hogy a fogyasztók nagyobb értéket kapnak pénzükért.) Az USA-ban az elmúlt években az infláció valós szintje évi 1 százalék körül lehetett - ez olyan végtelenül kicsi áremelkedés, hogy számos szakértő nyíltan kijelentette: „Az infláció halott.”²

A pénz illúziója

Más oka is van annak, hogy a befektetők figyelmét elkerüli az infláció fontossága: a pszichológusok a „pénz illúziójának” nevezik ezt. Ha 4 százalékos infláció mellett 2 százalékos fizetésemelést kapunk, minden bizonnyal jobban érezzük magunkat, mint ha fizetésünket nulla inflációs ráta mellett 2 százalékkal csökkentenék. Pedig mindkét esetben gyakorlatilag ugyanolyan - az infláció figyelembevételével 2 százalékkal rosszabb - helyzetbe kerülünk. Ameddig a *nominális* (vagyis abszolút) változás pozitív, hajlamosak vagyunk jó dolognak tekinteni - akkor is, ha *reálértéken* (vagyis az infláció figyelembevételével) negatív az eredmény. És saját fizetésünk bármilyen változása

1 Az infláció mérésére szolgáló fogyasztói árindexet kiszámító amerikai Munkaerő-statisztikai Hivatal (Bureau of Labor Statistics) átfogó és információban gazdag honlapja a www.bls.gov/cpi/home.htm, oldalon érhető el.

2 Az „infláció halott” forgatókönyv vitájáról a www.pbs.org/newshour/bb/economy/july-dec97/inflation_12-16.html oldalon olvashatunk. Az amerikai kormányzat 1996-ban létrehozta a közgazdászokból álló Boskin-bizottságot. Ez a bizottság volt hivatott megvizsgálni a hivatalos inflációs ráta pontosságát. A bizottság arra a megállapításra jutott, hogy az inflációs ráta felülbecsült, és az eltérés mértéke gyakran az évi két százalékpontot is eléri. Számos befektetési szakértő jelenleg úgy véli, hogy a defláció, vagyis az árak csökkenése az inflációnál is nagyobb fenyegetés; ennek kockázata ellen a legjobban úgy védekezhetünk, ha portfóliónkban mindig tartunk kötvényeket is. (Lásd a 4. fejezethez írt kommentárokat.)

Kommentár az 1. fejezethez

élénkebben él bennünk, mint a gazdaság egésze árszínvonalának általános változása.³ Hasonlóképpen a befektetők is fel voltak villanyozva, amikor 1980-ban 11 százalék hozamot értek el letéti jegyeiken, és nagyon el voltak keseredve, amikor 2003-ban ezek hozama csupán 2 százalék körül volt - noha a korábbi időszakban az inflációt is figyelembe véve negatív reálhozamot értek el, a jelenlegi hozam pedig nagyságrendileg az inflációval egyező. A banki hirdetésekben és a bankfiókok kirakatán az elérhető nominális kamatot írják ki, és akkor érezzük jól magunkat, ha kellően nagy számokat látunk. Ám az infláció szép csendesen megeszti ezeket a nagy számokat. Pontosán ezért olyan könnyű figyelmen kívül hagyni az inflációt - és ezért fontos, hogy befektetéseink sikerét ne csak a nominális eredmények alapján, hanem az inflációfigyelembevételével számított reálhozam szerint értékeljük.

Még ennél is alapvetőbb, hogy az intelligens befektető felkészülten szálljon szembe a váratlan és jelentőségében alábecsült eseményekkel. Három jó okunk is van azt feltételezni, hogy az infláció nem halott:

- Nem is olyan régen, 1973 és 1982 között az Egyesült Államok történelmének egyik legfájdalmasabb inflációs időszakát volt kénytelen átvészelni. A fogyasztói árindex értéke alapján az árak több mint kétszeresükre emelkedtek ebben az időszakban, és az éves átlagos infláció közel 9 százalékra rúgott. Az inflációs ráta 1979-ben 13,3 százalékon tetőzött, és a „stagfláció” néven ismertté vált állapot megbénította a gazdaságot - ami miatt számos szakértő kénytelen volt megkérdőjelezni, hogy az Egyesült Államok versenyképes a globális piacon.* Az 1973 elején 100 dollárba kerülő termékekért és szolgáltatásokért 230 dollárt kellett fizetni 1982 végén, a dollár értéke kevesebb mint 45 centre zsugorodott. Azok közül, akik ezt átérték, senki sem vonná meg a vállát ilyen mértékű vagyonszűkítésre; aki pedig kellően megfontolt, az nem teheti meg, hogy nem védekezik annak kockázata ellen, hogy mindez újra bekövetkezik.
- 1960 óta a világpiacon komoly jelenléttel bíró országok 69 százalékában legalább egy olyan év előfordult, amikor az infláció éves rátája elérte vagy meghaladta a 25 százalékot. Ezek az inflációs időszakok a befektető vásárlóerejének átlagosan 53 százalékát emésztették fel.⁵ Őrületség lenne, ha nem reménykednénk abban, hogy Amerikát valahogyan elkerüli egy ilyen katasztrófa. Ám még ennél is nagyobb botorság lenne azt a következtetést levonni, hogy itt ilyen soha nem is történhet.⁶

3 Ha szeretnénk mélyebb betekintést nyerni a témába, olvassuk el Eldar Shafir, Peter Diamond és Amos Tversky „Money **Illusion**” című tanulmányát a Daniel Kahneman és Amos Tversky által szerkesztett *Choices, Values, and Frames* (Cambridge University Press, 2000) kötet 335-355. oldalán.

4 Ebben az évben hangzott el Jimmy Carter elnök „Bizalmi válság” című híres beszéde. Ebben olyan válságra figyelmeztette az amerikaiakat, amely „nemzeti akaratunk szívének és lelkének közepébe mar”, és az „amerikai társadalmi és politikai rendszer elpusztításával fenyeget.”

5 Lásd Stanley Fischer, Ratna Sahay és Carlos A. Vegh, „Modern Hyper- and High Inflation” National Bureau of Economic Research, Working Paper 8930, www.nber.org/papers/w8930.

6 Az Egyesült Államokban tulajdonképpen kétszer is előfordult már hiperinfláció. Az amerikai forradalom időszakában, 1777 és 1779 között az árak évente durván a háromszorosukra nőttek. Például a forradalmi Massachusetts államban 12 dollárba került egy font vaj, és majdnem 1600 dollárra rúgott egy hordó liszt ára. A polgárháború idején az infláció az északi államokban évi 29 százalékon, a Konföderációban közel 200 százalékon tetőzött. Nem is olyan 'égen pedig, 1946-ban 18,1 százalékos volt az Egyesült Államokban az áremelkedés mértéke.

Kommentár az 1. fejezethez

- Az árak emelkedése lehetőséget ad az amerikai kormánynak, hogy az infláció által olcsóbbá tett dollárokkal fizesse vissza az adósságát. Az infláció teljes felszámolása szemben áll a hitelfelvétellel rendszeresen élő kormányzatok gazdasági érdekeivel.⁷

Félmegoldás

Mit tehet hát az intelligens befektető az infláció kivédése érdekében? A szokásos válasz a „vásároljon részvényeket” - ám mint oly sok ilyen válasz, ez sem teljesen igaz.

A 2.1. ábra az infláció és a részvényárfolyamok közötti kapcsolat alakulását mutatja 1926-tól 2002-ig.

Jól látható, hogy azokban az években, amelyekben a fogyasztói termékek és szolgáltatások ára esett (az ilyen időszakokat az ábra bal oldalán találjuk), a részvények borzalmas hozamokat értek el - előfordult, hogy a piac 43 százalékot veszített értékéből.⁸ Amikor az infláció 6 százalék fölé nőtt, így az ábra jobb oldalán látható években, a részvények szintén megint csak gyengélkedtek. A tizennégy olyan év közül, amikor az infláció meghaladta a 6 százalékot, nyolcban esett a részvénytőke; ennek a tizennégy évnek az átlagos hozama szerény 2,6 százalék.

Míg a mérsékelt infláció lehetővé teszi a vállalatoknak, hogy nyersanyagaik megnövekedett beszerzési költségét áthárítsák a fogyasztókra, a magas infláció mindent letarol - arra kényszeríti a fogyasztókat, hogy mérsékeljék vásárlásaikat, és a gazdaság egészének teljesítményét visszafogja.

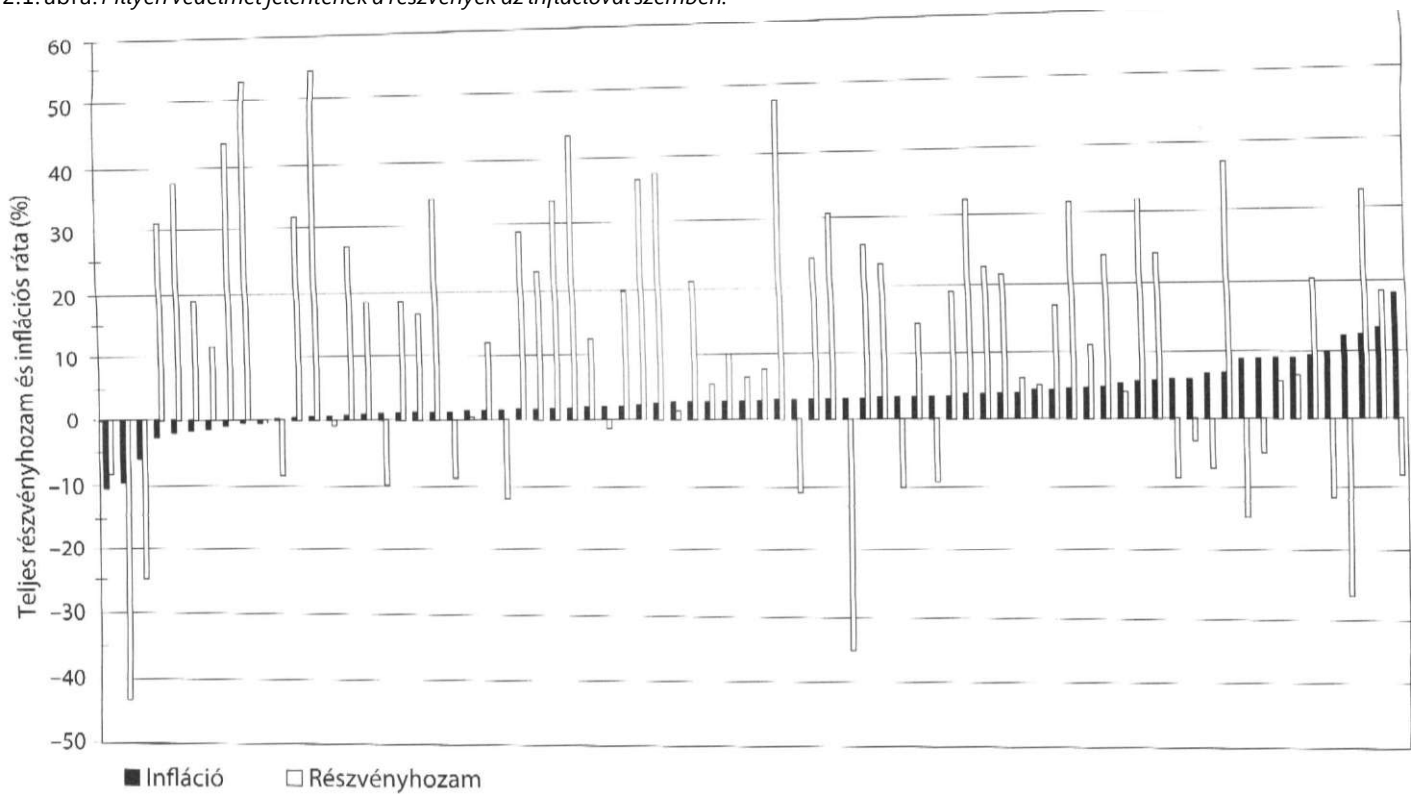
A történelmi bizonyíték egyértelmű: 1926 óta, vagyis amióta pontos részvénytőke adatok állnak rendelkezésre, 64 ötéves időszak volt (vagyis 1926-1930, 1927-1931, 1928-1932 és így tovább egészen 1998-2002-ig). Ebből a 64-ből ötvenszer (vagyis az esetek 78 százalékában) a részvények teljesítménye felülmúlta az inflációt.⁹ Ez lenyűgöző, ám sajnos nem tökéletes; azt jelenti, hogy az idő körülbelül egy ötödében a részvényeknek nem sikerült lépést tartaniuk az inflációval.

7 Hálás vagyok a Ford Alapítvány szakemberének, Laurence Siegelnek ezért a cinikus, mégis pontos meglátásért. Ennek a fordítottja is igaz: defláció (vagy határozottan csökkenő árak) idején előnyösebb hitelezőnek, mint hitelfelvevőnek lenni - ezért érdemes a befektetőknek eszközeik egy kis részét kötvényben tartani, ami egyfajta biztosítást jelent a defláló árakkal szemben.

8 Negatív infláció esetén technikailag „defláció”-ról beszélünk. A csökkenő árak első hallásra igen vonzóknak tűnhetnek, ám gondoljunk csak bele Japán példájába. Japánban 1989 óta deflálódnak az árak, így az ingatlan és a részvénytőke évről évre veszít értékéből - könyörtelen kinszenvedést okozva a világ második legnagyobb gazdaságának. (2010-ben Kína megelőzte Japánt és a világ második legnagyobb gazdasága lett-A szerk.)

9 Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 2003 Handbook* (Ibbotson Associates, Chicago, 2003), 2.8. táblázat. Hasonló kapcsolat figyelhető meg az Egyesült Államokon kívül is: Belgiumban, Olaszországban és Németországban, ahol az infláció különösen magas volt a huszadik században, „az infláció jól láthatóan negatív hatást gyakorolt mind a részvény-, mind a kötvénypiacra” állapította meg Elroy Dimson, Paul Marsh és Mike Staunton *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* című kiadványának 53. oldalán (Princeton University Press, 2002).

2.1. ábra: Milyen védelmet jelentenek a részvények az inflációval szemben.'



Az ábra az 1926 és 2002 közötti évekre mutatja az infláció és a részvényhozam mértékét - az évek nem időrendi sorrendbe lettek rendezve, hanem a legalacsonyabb inflációs rátájú évtől a legmagasabb rátájúig. Amikor erősen negatív az infláció (az ábra bal szélén), a részvények nagyon gyengén teljesítenek. Mérsékelt infláció esetén az időszak legnagyobb részében ez volt jellemző -, a részvények általában tisztes hozamot biztosítanak. Ám amikor az infláció nagyon magas szintre gyorsul (az ábra jobb szélén), a részvények szeszélyesen viselkednek, és gyakran akár 10 százalékot is veszítenek értékükből.

forrás: Ibbotson Associates

Segítségképpen két betűszó

Szerencsére az infláció elleni védekezésben akkor is segítséget kaphatunk, ha túllépünk a részvényeken. Mióta Graham utoljára átdolgozta könyvét, a befektetők fegyvertára két, napjainkban már széles körben elérhető eszközzel bővült:

REIT. A betűszó mögött álló ingatlanbefektetési társaságok (Real Estate Investment Trust) kereskedelmi és lakóingatlanokat birtokló és azokat bér ellenében kiadó üzleti szervezetek.¹⁰ Ingatlanbefektetési alapokba csomagolva ezek a társaságok tisztes eredményt érnek el az infláció elleni harc terén. A legjobb választás a Vanguard REIT Index Fund; viszonylag alacsony költséggel elérhető további alapok a Cohen & Steers Realty Shares, a Columbia Real Estate Equity Fund és a Fidelity Real Estate Investment Fund.¹¹ Egy REIT-alap önmagában ugyan vélhetően soha nem fogja teljes egészében ellentételezni az infláció által a befektetőnek okozott károkat, mégis anélkül képes bizonyos szintű védelmet jelenteni a vásárlóerő erodálódása ellen, hogy felemésztené egyéb befektetéseink hozamát.

TIPS. Az inflációhoz igazodó amerikai állampapírok (Treasury Inflation-Protected Securities) olyan 1997 óta kibocsátott államkötvények, amelyek értéke az infláció emelkedésekor automatikusan megnő. Mivel a papírok mögött az Amerikai Egyesült Államok áll, az államkötvények a vissza nem fizetés (vagy a kamat ki nem fizetésének) kockázatától teljes egészében mentesek. Ám a TIPS-kötvények azt is garantálják, hogy befektetésünk értékét nem csökkenti az infláció. Egyetlen, egyszerűen elérhető csomagban védhetjük magunkat a pénzügyi veszteségtől és a vásárlóerő csökkenésétől.¹²

Egy apró szépséghibája van azonban a dolognak. Amikor TIPS-kötvényünk értéke az infláció gyorsulása miatt megnő, az amerikai adóhatóság, az Internál Revenue Service adókötelese jövedelemnek tekinti az értéknövekedést - annak ellenére, hogy ez pusztán papíron jelent jövedelmet (kivéve, ha új, magasabb áron eladjuk a kötvényt). Miért gondolkodik így a hatóság? Az intelligens befektető egy pillanatra sem felejt el Mark Schweber pénzügyi elemző bölcs szavait: „Az egyetlen kérdés, amit soha ne kérdezzünk meg egy hivatalnoktól, az a *miért?*” Ezen bosszantó adózási kitétel miatt a TIPS-kötvényeket leginkább olyan kedvezményes vagy adómentes megtakarítási számlákon érdemes tartani, mint az IRA, Keogh vagy 401 (k).

TIPS-kötvényeket vásárolhatunk közvetlenül az amerikai államtól (www.publicdebt.treas.gov/of/ofinfln.htm) vagy olyan olcsó befektetési alapokon keresztül, mint a Vanguard Inflation-Protected Securities vagy a Fidelity Inflation-Protected Bond

10 A www.nareit.com oldalon részletes, bár esetenként már nem teljesen naprakész információt találunk a REIT-társaságokról.

11 További információért lásd: www.vanguard.com, www.cohenandsteers.com, www.columbiainvestments.com, www.fidelity.com. Lakóingatlan birtokában talán kevésbé indokolt REIT-alapba fektetni, hiszen ingatlanunk révén már jelen vagyunk befektetőként ezen a piacon.

12 A TIPS-kötvényekről hasznos ismertetőt találunk a www.publicdebt.treas.gov/of/ofinfln.htm oldalon. Ennél részletesebben olvashatunk ezekről a papirokról a www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2002/200232/200i32pap.pdf; a www.tiaa-crefinstitute.org/Publications/resdiags/73_09-2002.htm és a www.bwater.com/research/bonds.htm oldalakon.

Kommentár az 1. fejezethez

Fund.¹⁵Akár közvetlenül, akár alapon keresztül, a TIPS-kötvények ideális alternatíváját jelentik nyugdíjalapunk azon részének, amelyet egyébként készpénzben tartanánk. Ne kereskedjünk ezekkel a papírokkal: rövid távon volatilisak lehetnek, legjobban tartós, élethosszig tartó befektetésként teljesítenek. A befektetők többsége számára érdemes a nyugdíjas évekre szánt eszközök legalább 10 százalékát TIPS-kötvényekben tartani, hogy vagyonuk egy részét abszolút biztonságban - és az infláció hosszú, láthatatlan karmaitól kellő távolságra - tudhassák.

13 Ezekről az alapokról a www.vanguard.com és a www.fidelity.com oldalakon tájékozódhatunk alaposabban.

3. FEJEZET

A részvénytőzsi történelem egy évszázada: a részvényárfolyamok szintje 1972 elején

A befektető részvényportfoliója apró keresztmetszetét adja a részvénytőzsiaként ismert hatalmas és feneketlen intézménynek. Az óvatosság indokolja, hogy a befektető kellően tájékozott legyen a részvénytőzsi történelméről illetően, így különösképpen az árfolyamszintek főbb ingadozásaiival legyen tisztában, illetve ismerje a részvényárfolyamok egésze és a részvényekre jutó nyereség, valamint az osztalékok közötti - állandóan változó - kapcsolatot. Ilyen háttér birtokában képes lehet arra, hogy ésszerű módon megítélje, mennyire vonzó vagy éppen veszélyes a tőzsi mindenkorai szintje. Egy véletlen folytán pontosan száz éve, 1871 óta állnak rendelkezésünkre hasznos és megbízható adatok a részvények árfolyamáról, nyereségéről és osztalékáról. (Az időszak első felének adatai nem annyira teljesekek és megbízhatók, de a célnak megfelelnek.) Miközben a fejezet során - igencsak sűrített formában - áttekintjük ezeket a számokat, két cél lebeg a szemünk előtt. Az első annak bemutatása, hogyan haladtak a részvényárfolyamok az elmúlt évszázad számtalan ciklusán keresztül összességében végig felfelé. A másik, hogy egymást követő tízéves átlagok (nemcsak a részvényárak, hanem a nyereség és az osztalékok átlagai) alapján vizsgáljuk a képet, és találjuk meg a változó kapcsolatot e három fontos tényező között. E hatalmas mennyiségű információ birtokában képesnek kell lennünk arra, hogy ítéletet mondjunk az 1972 elején megfigyelhető részvényárfolyamok szintjéről.

A részvénytőzsi hosszú távú történelméről két táblázat és egy grafikon segítségével foglaljuk össze. A 3.1. táblázat az elmúlt száz év tizenkilenc csökkenő (medve) és emelkedő (bika) tőzsi ciklusának legalacsonyabb és legmagasabb pontját mutatja. Két indexet használunk a táblázatban. Az első a Cowles-bizottság egy korai, az 1870-ig visszanyúló vizsgálatán alapul, amely aztán a jól ismert Standard & Poor's 500 indexszel egyesítve folytatódik a mai napig. A másik a még híresebb Dow Jones Industrial Average (a DJIA, más néven „a Dow”), amelynek számítása 1897-ben indult; harminc vállalat papírját tartalmazza, amelyek közül az egyik az American Telephone & Telegraph, a másik 29 pedig nagy ipari vállalat.¹

A részvénypiaci történelem egy évszázada

3.1. táblázat: Nagyobb részvénypiaci ingadozások 1871 és 1971 között

Év	Cowles-Standard 500 Composite			Dow Jones Industrial Average		
	Maximum (dollár)	Minimum (dollár)	Visszaesés (%)	Maximum (dollár)	Minimum (dollár)	Visszaesés (%)
1871		4,64				
1881	6,58					
1885		4,24	28			
1887	5,90					
1893		4,08	31			
1897					38,85	
1899				77,6		
1900					53,5	31
1901	8,50			78,3		
1903		6,26	26		43,2	45
1906	10,03			103		
1907		6,25	38		53	48
1909	10,30			100,5		
1914		7,35	29		53,2	47
1916–18	10,21			110,2		
1917		6,80	33		73,4	33
1919	9,51			119,6		
1921		6,45	32		63,9	47
1929	31,92			381		
1932		4,40	86		41,2	89
1937	18,68			197,4		
1938		8,50	55		99	50
1939	13,23			158		
1942		7,47	44		92,9	41
1946	19,25			212,5		
1949		13,55	30		161,2	24
1952	26,6			292		
1952–53		22,7	15		256	13
1956	49,7			521		
1957		39,0	24		420	20
1961	76,7			735		
1962		54,8	29		536	27
1966–68	108,4			995		
1970		69,3	36		631	37
1972 eleje	100		—	900		—

Az intelligens befektető

A Standard & Poor's szíves hozzájárulásával közölt 3.1. grafikon a 425 ipari vállalat részvényéből álló index 1900 és 1970 közötti piaci ingadozását ábrázolja. (A DJIA megfelelő grafikonja nagyon hasonlít ehhez.) Az olvasó három igen különböző mintázatot azonosíthat, amelyek mindegyike nagyjából harmadát fedi le ennek a hetven esztendőnek. Az első 1900-tól 1924-ig terjed, és az időszak nagy részében nagyon hasonló, három-öt év hosszú piaci ciklusokból áll. Az időszaki átlagos éves növekedés pusztán 3 százalék körül alakult. Ezt az új korszak (New Era) emelkedő piaca követi, amely 1929-ben érte el csúcspontját, hogy közvetlenül utána borzasztó összeomlásnak lehessünk szemtanúi, amelyet 1949-ig viszonylag szabálytalan piaci ingadozások követtek. Ha összehasonlítjuk az 1949-es átlagárfolyamokat az 1924-ben megfigyelhető átlagos szinttel, azt kell megállapítanunk, hogy az időszakban az átlagos éves emelkedés pusztán 1,5 százalék volt; nem csoda, hogy második vizsgált periódusunk végén az emberek semmilyen lelkesedést nem mutattak a részvények iránt. Az ellentétek szabálya szerint megérett az idő történelmünk legnagyobb bika piacára, amit grafikonunk utolsó harmadában láthatunk. A piac 1968 decemberében érte el csúcspontját, amikor a Standard & Poor's 425 részvényből álló indexének értéke 118 volt (az 500 papírt tartalmazó változata 108 pontot ért ekkor). Ahogy az a 3.1. táblázatból kiolvasható, 1949 és 1968 között viszonylag jelentős visszaeséseket is megfigyelhettünk (különösen 1956-57-ben és 1961-62-ben), ám az ezeket követő visszapattanások olyan gyorsak voltak, hogy a széles körben elfogadott szóhasználatnál elve egyetlen bika piac korrekcióinak, nem pedig különálló piaci ciklusnak kell tekintenünk őket. A Dow 1949 közepén megfigyelhető 162 pontos mélypontja és az 1966 elején elért 995 pontos csúcsa közötti 17 évben az index értéke több mint a hatszorosára nőtt - ami évente átlagosan 11 százalékos emelkedést jelent - a körülbelül 3,5 százalékos éves osztalékokat nem számítva. (A Standard & Poor's indexének növekedése a DJIA-nél is valamivel nagyobb volt - 14 ponttól 96-ra ugrott az értéke.)

Ezeket a 14 százalékos és még jobb hozamokat először 1963-ban, majd a későbbiekben egy sokat idézett kutatásban dokumentálták.*² A szép eredmények természetes elégedettséget okoztak a Wall Streeten, valamint elterjesztették azt a meglehetősen logikátlan és veszélyes következtetést, hogy a jövőben is hasonlóan varázslatos hozamok várhatók a részvényektől. Nagyon kevés ember vette a fáradságot és gondolta végig, hogy pontosan az emelkedés mértéke jelzi annak eltúlzottságát. Az 1968-as csúcsról az 1970-es mélypontig tartó soron következő visszaesés a Standard & Poor's index esetében 36 százalékot tett ki (37 százalékot a DJIA-ben), amely az 1939 és 1942 között, a Pearl Harbor-i támadást követő veszélyek és bizonytalanságok idején bekövetkezett 44 százalékos zuhanás óta a legnagyobb mértékű csökkenés volt. Az 1970. májusi mélypontot - a Wall Streetre oly jellemző drámai módon - mindkét indexben masszív és gyors emelkedés követte, 1972 elején a Standard & Poor's esetében új történelmi csúcspot

* Lawrence Fisher és James H. Lorie: „Rates of Return on Investments in Common Stock: the Year-by-Year Record, 1926-65”, *The Journal of Business*, vol. XLI, no. 3 (1968. július), 291-316. oldal. A kutatás széles körű hatásairól a http://Hbrary.dfaus.com/reprints/work_of_art/cimen olvashatunk összefoglalást.

3.1. grafikon: Standard & Poor's részvényindex



Az intelligens befektető

eredményezve. Az 1949 és 1970 közötti éves átlagos árfolyam-emelkedés az S&P és a DJIA esetében is körülbelül 9 százalékot tett ki (amennyiben mindkét év átlagos árfolyamaival számolunk). A növekedés százalékos mértéke természetesen sokkal nagyobb volt, mint 1950 előtt bármely hasonló időszakban. (Ám az utolsó évtizedben már csak lényegesen alacsonyabb emelkedést konstatálhattunk - ekkor az S&P 5,25 százalékkal, a DJIA pedig csupán a korábbi időszakban is már megfigyelhető 3 százalékkal nőtt.)

A részvényárak mozgásait az adott időszak nyereségének és osztalékának értékeivel kell kiegészíteni annak érdekében, hogy átfogó képet kapjunk arról, mi történt gazdaságunkban az elmúlt évszázadban. Az ezt a célt szolgáló áttekintést a 3.2. táblázat tartalmazza. Érdemes a számokat alaposan áttanulmányozni, reméljük, hogy a kedves olvasók is érdekesnek és tanulságosnak fogják találni őket.

A következő megjegyzéseket fűznénk a táblázathoz: az egyes évtizedhez tartozó számok kisimítják az éves ingadozásokat, és a tartós növekedés általános képét adják. Az első évtizedet követő kilenc közül csak kettőben figyelhetjük meg a nyereség és átlagárak csökkenését (1891 és 1900, illetve 1931 és 1940 között). 1900 után egyetlen évtizedben sem lett kisebb az osztalék átlagos mértéke. Ám a növekedés mértéke mindhárom területen igen változó volt. Általánosságban elmondhatjuk, hogy a gazdaság II. világháború utáni teljesítménye felülmúlta a korábbi évtizedekét, ám az 1960-as években a növekedés már kevésbé volt erős, mint az azt megelőző évtizedben. Ma a befektető nem képes megmondani ezekből az adatokból, hogy a nyereség, osztalék és részvényárak milyen százalékos növekedésére számíthat az elkövetkező tíz évben, ám minden támogatást megkap, ami ahhoz szükséges, hogy kialakítsa a részvénybefektetésekkel kapcsolatos politikáját.

Tisztáznunk kell azonban valamit, ami táblázatunkból nem derül ki. Az 1970-es évet az amerikai vállalatok teljes nyereségének határozott csökkenése jellemezte. A befektetett tőkére eső nyereség aránya a világháború utáni időszakban mért legalacsonyabb volt. Hasonlóan megrázó az a tény is, hogy jelentős számú vállalat nettó veszteségről számolt be erre az évre, sok közülük „pénzügyi problémákkal” nézett szembe, és a három évtized óta először nem kevés csődjelzés is zajlott. Egyebekkel együtt ezen tények kényszerítettek bennünket arra a fentebbi megállapításra, amely szerint 1969-1970-ben a nagy fellendülés időszaka véget ért.

A 3.2. táblázat egyik megdöbbentő számsorozata az, amelyik az árfolyam/nyereség arányának (price/earnings, röviden P/E) alakulását mutatja a II. világháború után." 1949 júniusában az S&P index értéke a megelőző 12 hónap

* Lásd 38-41. oldal.

** a részvények vagy a piaci átlagot jelképező indexek (például az S&P) árfolyam/nyereség aránya a piac hőfokának egyszerű mérőeszköze. Ha például egy vállalat részvényenként nettó 1 dollár nyereséget ért el az előző évben, részvényének árfolyama pedig éppen 8,93 dollár, akkor az árfolyam/nyereség aránya 8,93; ha az árfolyam ezzel szemben 69,70 dollár, akkor az árfolyam/nyereség aránya 69,7. Általánosságban a 10 alatti árfolyam/nyereség arányt alacsonynak, a 10 és 20 közöttit közepesnek, a 20 felettit pedig magasnak tartják. (A P/E arányról bővebben lásd 136-139. oldal)

3.2. táblázat: A részvénytőpiac teljesítményének áttekintése, '1871-1970^a

Időszak	Átlagár (dollár)	Átlag- nyereség (dollár)	Átlagos P/E hányados	Osztalék átlaga	Átlagos hozam (%)	Átlagos kifizetés (%)	Éves növekedési ütem ¹	
							Nyereség (%)	Osztalék (%)
1871-1880	3,58	0,32	11,3	0,21	6,0	67	-	-
1881-1890	5,00	0,32	15,6	0,24	4,7	75	-0,64	-0,66
1891-1900	4,65	0,30	15,5	0,19	4,0	64	-1,04	-2,23
1901-1910	8,32	0,63	13,1	0,35	4,2	58	+ 6,91	+5,33
1911-1920	8,62	0,86	10,0	0,50	5,8	58	+ 3,85	+3,94
1921-1930	13,89	1,05	13,3	0,71	5,1	68	+ 2,84	+2,29
1931-1940	11,55	0,68	17,0	0,78	5,1	85	-2,15	-0,23
1941-1950	13,90	1,46	9,5	0,87	6,3	60	+10,60	+3,25
1951-1960	39,20	3,00	13,1	1,63	4,2	54	+ 6,74	+5,90
1961-1970	82,50	4,83	17,1	2,68	3,2	55	+ 5,80 ^c	+5,40
1954-1956	38,19	2,56	15,1	1,64	4,3	65	+ 2,40 ^d	+7,80 ^d
1961-1963	66,10	3,66	18,1	2,14	3,2	58	+ 5,15 ^d	+4,42 ^d
1968-1970	93,25	5,60	16,7	3,13	3,3	56	+ 6,30 ^d	+5,60 ^d

¹ Az adatok főként az N. Molodovsky „Stock Values and Stock Prices”, *Financial Analysts Journal*, 1960. májusi cikkében megjelent számokon alapulnak. Azok közül az 1926 előtti számok a Cowles-bizottság *Comrrmm Stock Indexes* című könyvéből, az 1926 utániak pedig a Standard & Poor's 500 indexéből származnak.

^b Az évi növekedési ütem értékei Molodovsky gyűjtései egymást követő 21 éves, 1890-ben, 1900-ban stb. véget érő időszakokra.

^c 1968-1970-es és 1958-1960-as növekedési ütem.

^d A növekedési ütem értékei az 1954-1956-os és 1947-1949-es, az 1961-1963-as és 1954-1956-os, illetve 37,1968-1970-es és 1958-1960-as időszakokra vonatkoznak.

nyereségének 6,3-szerese volt; 1961 márciusában ugyanez az arány 22,9-re rúgott. Hasonlóképpen az S&P index osztalékhozama is az 1949-es 7,0 százalékról 1961-re 3,0 százalékra csökkent. A jelentős különbséget tovább erősíti az a tény, hogy ugyanezen időszakban a kiváló minősítésű kötvények után járó kamat 2,6 százalékról 4,5 százalékra nőtt. A részvénytörzselmé során minden bizonnyal ez a nyilvánosság attitűdjében bekövetkezett legnagyobb fordulat.

A hosszú évek tapasztalatával és veleszületett óvatossággal rendelkező emberek számára erős figyelmeztető jel volt az egyik szélsőértékről a másikra való elmozdulás. Nem tudták megállni, hogy ne az 1926 és 1929 közötti bika piacra, valamint annak tragikus folytatására gondoljanak. Mindazonáltal az események nem igazolták ezeket a félelmeket. Igaz, a DJIA záró ára 1970-ben ugyanannyi volt, mint hat és fél évvel korábban, és a nagy dérrrel-dúrral beharangozott „dübörgő hatvanas évekből” (Soaring Sixties) végül nem lett más, mint egymást váltó hegy-, illetve lejtmenetek sorozata. Semmi olyasmi nem történt azonban sem a vállalatokkal, sem a részvényárakkal, amit az 1929-1932-es medve piachoz és válsághoz lehetett volna hasonlítani.

A részvénytörzselmé 1972. eleji szintje

A részvények, árfolyamok, nyereségek és osztalékok évszázados áttekintésével a hátunk mögött próbáljunk meg valamilyen következtetést levonni a DJIA 1972. januári 900 pontos, és az S&P 100 pontos szintjéből.

Könyvünk korábbi kiadásaiban is megtárgyaltuk a részvénytörzselmé akkori szintjét, és megkíséreltünk választ adni a kérdésre, hogy az vajon túl magas-e a konzervatív vételekhez. Úgy gondoljuk, hogy az olvasó hasznosnak fogja találni, ha átfutja a korábbiak során levont következtetéseinket. Ennek célja távolról sem a szerző megkövetése. Egyfajta bevezető anyagként is szolgál, amely a részvénytörzselmé elmúlt húsz évének különböző szakaszait köti össze, illetve az életből vett, valódi példákkal szemlélteti, hogy milyen nehézségekkel kénytelen szembesülni az, aki megpróbál tájékozott és kritikus módon ítéletet alkotni az aktuális piaci szintekről. Először is olvassuk el az 1965-ös kiadásban az 1948-as, 1953-as és 1959-es elemzésekről írt összefoglalónkat:

1948-ban óvatos módon értékeltük a Dow Jones 180 pontos szintjét, és könnyedén jutottunk arra a megállapításra, hogy „a mögöttes értékekhez viszonyítva nem volt túl magas”. Amikor 1953-ban ugyanez a feladat várt ránk, a piac éves átlagos szintje 275 pont volt, ami az öt év alatt több mint 50 százalékos emelkedést jelentett. Ugyanazt a kérdést tettük fel magunknak - nevesen azt, hogy „véleményünk szerint a Dow Jones Industrial Average 275 pontos szintje vajon nem túl magas-e a biztos befektetéshez”. Az ezt követő időszakban végbemenő látványos emelkedés fényében furcsának tűnhet, de egyáltalán nem volt könnyű egyértelmű következtetést levonni az 1953-as szint vonzóságáról. Azt mondtuk, eléggé pozitív hangnemben, hogy „a - befektetések tekintetében a legfontosabb útmutatást adó - mögöttes értékek felől közelítve

A részvénytőpiaci történelem egy évszázada

kedvező kell, hogy legyen az 1953-as részvényárakról kialakított következtetésünk." Ám aggodalommal töltött el bennünket a tény, hogy az átlagok a korábbi bika piacok többségénél már hosszabb ideje emelkedtek, és az index abszolút szintje is történelmi csúcs környékén volt. Miután kedvező értékítéletünk mellett ezeket a tényezőket is figyelembe vettük, óvatos befektetési politikát javasoltunk. Ez később nem bizonyult különösebben zseniális tanácsnak. Egy jó próféta előre látta volna, hogy a következő öt év során a piaci szint további 100 százalékot készül emelkedni. Védelmünkben annyit talán elmondhatunk, hogy a részvénytőpiaci elemzéssel foglalkozó szakemberek közül senki nem akadt, aki nálunk jobban látta volna, hogy mi fog történni - ráadásul a mi szakmánk nem is a részvénytőpiaci előrejelzés volt.

1959 eleje történelmi csúcson találta a DJIA indexet. A mindenféle nézőpontból elvégzett hosszás elemzésünk a következőképpen foglalható össze (fejtegetésünk az 1959-es kiadás 59. oldalán kezdődik):

„Összefoglalva arra a következtetésre kell jutnunk, hogy a részvényárfolyamok jelenlegi szintje veszélyesnek tekinthető. A részvények nagyon kockázatosak lehetnek, mert az árfolyamok már messze túl magasak. Ám még ha nem is ez a helyzet, a piac lendülete olyan, hogy indokolatlan magasságokba képes vinni az árakat. Őszintén szólva nem tudunk a jövőre nézve olyan piacot elképzelni, amelyben soha nem fordulnak elő komoly veszteségek, és amelyben minden zöldfülű garantáltan nagy nyereségre számíthat részvényvásárlásai után."

Az 1959-ben közzétett figyelmeztetésünket a bekövetkező események valamivel jobban igazolták, mint az 1954-ben levont következtetésünket. Ám még erről sem állíthatjuk azt, hogy teljes mértékben megalósult volna. A DJIA 1961-ben 685 pontra nőtt; majd az év során valamivel az 584-es szint alá esett (566 pontra); 1961 végére megint emelkedett, ezúttal 735 pontig; és végül 1962 májusában szinte pánikszerűen esett 536 pontig, ami rövid hat hónapon belül 27 százalékos veszteséget jelentett. Ugyanezen idő alatt a legnépszerűbb „növekedési részvények" sokkal komolyabb esést szenvedtek el - aminek talán legékesebb példája az International Business Machines figyelemre méltó zuhanása az 1961. decemberi csúcsról (607) az 1962. júniusi mélypontig (300).

Ebben az időszakban kisvállalatok újonnan bevezetett részvényei teljes összeomlásának lehettünk szemtanúi. Ezeket a papírokat nevetségesen magas áron értékesítették a nagyközönségnek, majd az árfolyamokat a szükségtelen spekuláció még feljebb, örült magasságokba repítette. Néhány hónapon belül ezen részvények jelentős része több mint 90 százalékot zuhant.

Az 1962 első felében látott összeomlás meghökkentőnek, sőt végzetesnek bizonyult számos önjelölt spekuláns és talán egyes kevéssé meggondolt, önmagát „befektetőnek" nevező ember számára. Am a még ugyanabban az évben bekövetkező fordulat ugyanolyan váratlanul érte a pénzügyi közönséget. A részvénytőpiaci átlagok folytatták emelkedő pályájukat, és az alábbi értékeket produkálták:

Az intelligens befektető

	DJIA	Standard & Poor's 500-Stock Composite
1961. december	735	72,64
1962. június	536	52,32
1964. november	892	86,28

A fellendülés és a részvényárfolyamok folyamatos emelkedése valóban figyelemre méltó volt, és a Wall Street hangulatváltozását eredményezte. Az 1962. júliusi alacsony szinten az előrejelzések túlnyomóan medve piacot vizionáltak, majd az év végéig tartó fellendülés hatására vegyessé váltak, egyre többen pedig elbizonytalanodtak. Ám 1964 elején a brókercégek természetes optimizmusa újra sziklaszilárd lett; szinte az összes előrejelzés bika piacot jósolt, és ez az 1964-es emelkedés során végig így is maradt.

Soron következő feladatunk a részvénypiac 1964. novemberi szintjének (ami a DJIA esetében 892 pont) értékelése volt. Miután tudományos módon több oldalról is megtárgyaltuk a helyzetet, az alábbi három főbb következtetésre jutottunk. Az első szerint „az (értékelés) régi szabályai használhatatlannak tűnnek; az új szabályokat pedig még nem tesztelte az idő.” A második következtetésünk az lett, hogy a befektetőnek „a főbb bizonytalanságok jelenlétére kell alapozni befektetési politikáját. A lehetséges kimenetek széles skálán mozognak: egyrészt elképzelhető a piac szintjének tovább folytatódó emelkedése, ami akár 50 százalékot is kitehet, 1350 pontra repítve ezzel a DJIA indexet; de ugyanígy fennáll egy hasonló nagyságrendű összeomlás lehetősége is (erről ugyan ritkán és kevesektől lehet hallani), ami akár 450 pont környékére is leviheti az átlagot” (63. oldal). Harmadik következtetésünkben sokkal határozottabban fogalmaztunk. Azt mondtuk: „Beszéljünk nyíltan - ha az 1964-es árfolyamszintet nem gondoljuk túlságosan magasnak, akkor létezik egyáltalán olyan szint, amire ezt mondhatnánk?” És a fejezet a következőképpen zárult:

MILYEN UTAT KÖVESSÜNK?

A befektetőknek nem pusztán azért kell arra a következtetésre jutni, hogy a piac 1964-es szintje veszélyes, mert ezt olvasták a könyvben. Vessék össze érvelésünket azzal, amit a Wall Street leghozzáértőbb és legtapasztaltabb szakértőitől hallanak. Végül mindenkinek saját magának kell döntést hozni, és viselni annak felelősségét. Mindazonáltal azt tanácsoljuk minden befektetőnek, akiben kétségek merülnek fel a követendő irányt illetően, hogy válassza az óvatosság útját. A könyvünkben megadott befektetési elvek az 1964-ben fennálló körülmények között az alábbi befektetési politikát indokolják (a fontosság sorrendjében):

- 1. Hitelből ne vásároljunk és ne tartsunk értékpapírt.*
- 2. Ne növeljük a részvényekben tartott eszközök arányát.*
- 3. Ha szükséges, csökkentsük a részvénybefektetések arányát teljes portfoliónk maximum 50 százalékára. Az árfolyamnyereség-adót kötelességtudóan fizessük meg, a pénzt pedig helyezzük kiváló minőségű kötvényekbe, vagy tartsuk bankbetétben.*

A részvénytársasági történelem egy évszázada

Azok a befektetők, akik az elmúlt időben a költségátlagolásos módszert követték, dönthetnek úgy, hogy változatlan módon folytatják időszakos vételeiket, de akár fel is függeszthetik azokat mindaddig, amíg veszélyesnek érzik a piac aktuális szintjét. Az 1964-es év végének piaci szintjén határozottan óva intünk bárkit is attól, hogy most kezdje el követni ezt a módszert, mert a befektetők többségében minden bizonnyal nem lenne meg az állhatatosság a séma követéséhez, ha rövidebbdel az indulás után igen kedvezőtlen eredményekkel lennének kénytelenek szembesülni.

Ezúttal kijelenthető, hogy figyelmeztetésünk teljes mértékben helytállóan bizonyult. A DJIA további 11 százalékkal 995 pontra emelkedett, majd 1970-ben 632 pontig esett, és 839 ponton fejezte be az évet. Ugyanolyan mézszárlás következett be a fentebb már említett, újonnan kibocsátott részvények árfolyamában, mint az 1961-62-es visszaesés idején - a veszteségek esetenként a 90 százalékot is meghaladták. És - ahogy ezt a *Bevezetésben* már jeleztük -, a pénzügyi összkép láthatóan a kevesebb lelkesedés és nagyobb kétségek irányába mozdult el. A helyzetet kiválóan jellemezhetjük az alábbi ténnyel: a DJIA 1970-ben a hat évvel korábbi szintjénél alacsonyabban zárt - és erre 1944 óta nem volt példa.

Ilyen erőfeszítéseket tettünk a korábbi részvénytársasági szintek értékelésére. Van ezekben bármi, amiből mi és az olvasó egyaránt tanulhatunk? 1948-ban és 1953-ban befektetés szempontjából kedvezőnek találtuk a piac szintjét (igaz, az utóbbi évben túl óvatosnak bizonyultunk), 1959-ben (584 pontos DJIA mellett) „veszélyesnek”, 1964-ben (892 pontos indexszel) pedig „túl magasnak” minősítettük. Okos érveléssel akár ma is meg tudnánk védeni az akkor tett megállapításainkat. Ám kétséges, hogy ugyanolyan hasznosak voltak-e, mint a prózaibb tanácsaink - amelyekben egyrészt a következetes és ellenőrzésünk alatt tartott részvénybefektetések fontosságát hangsúlyozzuk, másrészt megpróbáljuk lebeszélni a befektetőt a „piac legyőzésének” vagy a „nyerő részvények kiválasztásának” kísérletéről.

Mindazonáltal úgy véljük, hogy olvasóinknak némi előnye igenis származhat a részvénytársasági aktuális szintjének értékeléséből, még akkor is, ha mondanivalónk végeredményben érdekesebbnek bizonyul, mint hasznosnak, vagy ha egyértelmű útmutatás helyett csak iránymutatást tudunk adni. Ide illő idézetet találunk Arisztotelész *Etika* című írásának az elején, amely így szól: „A tanult embert az jellemzi ugyanis, hogy minden kérdésben csak oly fokú szabadságot kíván, amekkorát az illető tárgy természete megenged; nyilvánvalóan éppen olyan hiba volna, ha a matematikustól a hatáskeltő érvelést is elfogadnánk, mint az, ha a szónoktól tudományos bizonyítást követelnénk.”* A pénzügyi elemző munkája valahol félúton lehet a matematikusé és a szónoké között.

1971 különböző időpontjaiban a Dow Jones Industrial Average az 1964. novemberi szintjén, 892 ponton állt - ez pontosan az a szint, amelyet könyvünk előző kiadásában értékelni próbáltunk. Ám úgy döntöttünk, hogy a most következő statisztikai vizsgálódásunkhoz a Standard & Poor's 500 (röviden S&P 500) index árszintjét és az ahhoz kapcsolódó adatokat fogjuk felhasználni, mert átfogóbb, és

* Szabó Miklós fordítása.

3.3. táblázat: A Standard & Poor's 500 indexhez kapcsolódó adatok az egyes években

ÉV ^a	1948	1953	1958	1963	1968	1971
Záró ár (dollár)	15,20	24,81	55,21	75,02	103,9	100 ^d
Aktuális év nyeresége (dollár)	2,24	2,51	2,89	4,02	5,76	5,23
Utolsó 3 év átlagos nyeresége (dollár)	1,65	2,44	2,22	3,63	5,37	5,53
Tárgyévi osztalék (dollár)	0,93	1,48	1,75	2,28	2,99	3,10
Kiváló minősítésű kötvények kamata ^a	2,77%	3,08%	4,12%	4,36%	6,51%	7,57%
Nagykereskedelmi árindex	87,9	92,7	100,4	105,0	108,7	114,3
Arányok:						
Ár/előző évi nyereség	6,3 x	9,9 x	18,4 x	18,6 x	18,0 x	19,2 x
Ár/háromévi átlagos nyereség	9,2 x	10,2 x	17,6 x	20,7 x	19,5 x	18,1 x
Háromévi „eredményhozam” ^c	10,9%	9,8%	5,8%	4,8%	5,15%	5,53%
Osztalékhozam	5,6%	5,5%	3,3%	3,04%	2,87%	3,11 %
Részvény eredmény hozama/ kötvényhozam	3,96 x	3,20 x	1,41 x	1,10 x	0,80 x	0,72 x
Osztalékhozam / kötvényhozam	2,1 x	1,8 x	0,80 x	0,70 x	0,44 x	0,41 x
Nyereség/könyv szerinti érték ^e	11,2%	11,8%	12,8%	10,5%	11,5%	11,5%

a Naptári évek 1948-1968-ban, illetve az 1971 júniusában véget ért pénzügyi év.

b Az S&P AAA minősítésű kötvények hozama.

c Az „eredményhozam” .17 eredmény és az ár százalékban kifejezett hányadosa.

d 1971. októberi ár, a DJIA 900 pontos szintjének felel meg.

e Háromévi átlagok.

ebből következően jobban jelképezi a piac egészét, mint a 30 részvényből képezett DJIA. Az adatok összehasonlítása során a könyv korábbi kiadásainak dátumaival fogunk dolgozni: nevesen 1948, 1953, 1958 és 1963 - valamint 1968 - végével; jelenlegi árszintnek a - számításokban kényelmesen használható - 100 pontos értéket vesszük, amelyet 1971-ben és 1972 elején többször is felvett az index. Az így kapott adatokat a 3.3. táblázat mutatja. A nyereségre vonatkozó értékeknél az előző év eredményét és az utolsó három naptári év átlagát egyaránt megtaláljuk; az 1971-es osztaléknál az utolsó húsz hónap számait használtuk; míg az 1971-es kötvénykamatoknál és a nagykereskedelmi árnál az 1971. augusztusi értékekkel dolgoztunk.

A piac hároméves árfolyam/nyereség aránya alacsonyabb volt 1971 októberében, mint az 1963-as és 1968-as évek végén. Körülbelül megegyezett az 1958-ra számított értékkel, ám sokkal magasabb volt, mint a hosszú bika piac korai éveiben. Ebből a fontos jelzőszámából önmagában még nem lehet azt a megállapítást tenni, hogy 1972 januárjában a piac különösen magas szinten lett volna. Ám amint a kiváló minőségű kötvények kamathozamát is figyelembe vesszük, következtetéseink sokkal kedvezőtlenebbé válnak. A táblázatból kiolvasható, hogy a részvényhozamok (nyereség/ár) és a kötvényhozamok aránya az időszak során egyre csökkent, és 1972 januárjában az érték minden korábbi évnél kedvezőtlenebb volt a részvényekre nézve. Az osztalékhozamokat a kötvényhozamokkal összehasonlítva pontosan fordított kapcsolatot figyelhetünk meg 1948 és 1972 között. Az első vizsgált évben a részvények kétszer akkora hozamot értek el, mint a kötvények; jelenleg a kötvények több mint dupla akkora hozamot ígérnek, mint a részvények.

Összességében úgy ítéljük meg, hogy a kötvényhozam és a részvényhozam arányában bekövetkezett negatív változás teljes mértékben ellentételezi az 1971 végén a hároméves átlagos nyereségértékek alapján számított jobb árfolyam/nyereség arányt. Így az 1972 elejének piaci szintjéről kialakított véleményünk megegyezik azzal, amit 7 évvel ezelőtt mondtunk - vagyis az óvatos, konzervatív befektető szempontjából a jelenlegi árszint egyáltalán nem vonzó. (Ez a megállapítás a DJIA 1971-es szinte teljes árszávjára, azaz nagyjából a 800 és 950 pont közötti tartományra is érvényes.)

A történelmi piaci ingadozások tekintetében az 1971-es kép továbbra is az 1969-70 folyamán elszenvedett csúnya visszaesés utáni fellendülésnek tűnik. A múltban az ilyen fellendülések az 1949-ben indult tartós bika piac egy-egy új szakaszát vezették be. (Ez volt 1971 folyamán az általános Wall Street-i várakozás.) Azok után, hogy az alacsony besorolású, kockázatos részvények vevői az 1968-1970-es ciklus során irtózatossal veszteségeket szenvedtek el, túl korai lenne (1971-ben) egy újabb lejármenet az újonnan kibocsátott részvények hullámvasútján. Ezért jelenleg nem látszik a piacon a közelgő veszély olyan kézzelfogható jele, mint amelyet előző kiadásunkban a DJIA 1964. novemberi 892 pontos szintjénél érzékeltünk. Technikai értelemben újabb jelentős, messze a 900 pontos DJIA-szint fölé menő emelkedésre van kilátás a következő visszaesés vagy összeomlás előtt. Ám valamiért mégsem hagyhatjuk ennyiben a dolgot. Nyugtalanít bennünket,

Az intelligens befektető

hogy 1971 elején a piac figyelmen kívül hagyja a kevesebb mint egy évvel ezelőtt szerzett fájdalmas tapasztalatokat. Vajon büntetlen maradhat ez az elővigyázatlanság? Úgy gondoljuk, hogy a befektetőnek nehéz időkre kell felkészülnie, ami talán az 1969-70-es zuhanás viszonylag gyors újrajátszásában, vagy talán egy újabb bika piaci szárnyalást követő, még katasztrofálisabb összeomlás formájában következik be.³

Milyen utat kövessünk?

Lapozzunk vissza oda, amit előző kiadásunkban írtunk, és ennek a kötetnek a 60-61. oldalán felidézünk. Ez a véleményünk a DJIA 1972. eleji, körülbelül 900 pontos - és az 1964. végével megegyező - árszintjéről.

Kommentár a 3. fejezethez

Légy óvatos, ha nem tudod, hova tartasz, mert lehet, hogy soha nem jutsz el oda.

(Yogi Berra)

Bika piacos agy mosás

Graham a fejezetben megmutatja, milyen kiváló látnoki képességekkel rendelkezik. Két évet előretekintve megjósolja az 1973-74-es, „katasztrófális” medve piacot, amely időszak alatt az amerikai részvények 37 százalékot veszítettek értékükből.¹ Ugyanakkor több mint két évtizednyit előretekintve kihúzza a talajt a piaci guruk és az életében még csak a láthatáron sem lévő, nagy példányszámban eladott sikerkönyvek logikája alól. Graham érvelésének lényege, hogy az intelligens befektetőnek soha nem szabad a jövőt kizárólag a múlt extrapolálásával előre jelezni. Sajnos pontosan ez az a hiba, amit az 1990-es években egyik szakértő a másik után követett el. Számtalan, a bika piacot előre jelző könyv követte Jeremy Siegel, a Wharton pénzügyprofesszorának *Stocks for the Long Run* (Részvények hosszú távra) című, 1994-ben megjelent művét. A hisztéria James Glassman és Kevin Hassett *Dow 36,000*, David Elias *Dow 40,000* és Charles Kadlec *Dow 100,000* című munkáival értek el a tetőpontját (mindegyik kiadvány 1999-ben jelent meg). Az előrejelzésekben azt állították, hogy a részvények 1802 óta átlagosan évi 7 százalék reálhozamot (azaz infláció feletti hozamot) értek el. Ezért arra a következtetésre jutottak, hogy a befektetők a jövőben is erre számíthatnak.

Egyes bikák ennél is tovább mentek. Szerintük, mivel a részvények bármilyen legalább 30 éves periódusban „mindig” felülmúlták a kötvényeket, kevésbé kockázatosnak tekintendők, mint a kötvények vagy akár a bankban elhelyezett készpénz. És ha a részvénybirtoklás minden kockázatától megszabadulhatunk egyszerűen azzal, hogy elég sokáig megtartjuk őket, akkor miért kellene azzal foglalkozni, hogy éppen mennyiért vásároljuk meg őket? (Ha tudni szeretnénk, miért, lapozzunk a 67. oldalon lévő *keretes íráshoz*.)

1999-ben és 2000 első részében mindenholnan a bika piacos agy mosás folyt:

- 1999. december 7-én Kevin Landis, a Firsthand befektetési alap portfolió-menedzsere volt a CNN *Moneyline* című műsorának egyik szakértő vendége. A kérdésre, mely szerint a vezetékek nélküli telekommunikációs részvények - melyek közül számtalan

¹ Ha az osztalékokat nem számoljuk, akkor két év alatt 47,8 százalékot estek a részvények.

Kommentár az 1. fejezethez

a nyereséget szinte végtelenszer meghaladó árfolyamon állt - túlértékelték-e, Landis készen állt a válasszal: „Nem egy földtől elrugaskodott dologgal állunk szemben - vágott vissza. - Gondoljanak csak a tényleges növekedésre, a növekedés abszolút értékére. Ez hatalmas.”

2000. január 18-án Róbert Froelich, a Kemper Funds vezető befektetési stratégiája az alábbiakat jelentette ki a *Wall Street Journal* oldalain: „Ez egy új világrend. Látjuk, hogy egyesek pusztán azért szabadulnak meg a legjobb szakemberekkel és a legjobb jövőképpel rendelkező legjobb cégektől, mert azok részvényeinek az árfolyama túl magas - ez a legsúlyosabb hiba, amit egy befektető elkövethet.”

A *BusinessWeek* 2000. április 10-ei számában Jeffrey M. Applegate, a Lehman Brothers vezető befektetési stratégiája a következő költői kérdést tette fel: „Kockázatosabb a részvényt piac ma, mint volt két évvel ezelőtt pusztán azért, mert az árak magasabbak? A válasz nem,”

Ám a válasz *igen*. És ez mindig is így volt. És mindig is így lesz.

Amikor Graham azt kérdezte, „Vajon büntetlen maradhat ez az elővigyázatlanosság?” tudta, hogy az örök érvényű válasz erre a kérdésre a *nem*. A részvényt piac felbőszült görög istenként sújtott le mindenkire, aki abban a hitben élt, hogy az 1990-es évek végének magas hozamai valamilyen isteni jog voltak. Vizsgáljuk csak meg, hogyan váltak be Landis, Froelich és Applegate jóslatai:

- Landis kedvenc vezeték nélküli részvényei közül a legstabilabb, a Nokia „csak” 67 százalékot esett 2000 és 2002 között - a legrosszabb, a Winstar Communications 99,9 százalékot zuhant.
- Froelich kedvenc részvényei - a Cisco Systems és a Motorola - több mint 70 százalékot estek 2002 végére. A befektetők egyedül a Cisco részvényein több mint 400 milliárd dollárt veszítettek - ez több mint Hongkong, Izrael, Kuvait és Szingapúr együttes évi gazdasági összteljesítménye.
- 2000 áprilisában, amikor Applegate feltette költői kérdését, a Dow Jones Industrials 11187, a NASDAQ Composite Index pedig 4446 ponton állt. 2002 végén a Dow a 8300-as szint körül bukdácsolt, míg a NASDAQ durván 1300 pontig zuhant - felémészte az azt megelőző hat év teljes nyereségét.

Magasról lehet nagyot esni

Az ilyen fajta bika piac agyimosás elleni orvosságként Graham arra ösztönzi az intelligens befektetőt, hogy tegyen fel néhány egyszerű, kételkedő kérdést. Miért lenne a részvények jövőbeli hozama szükségszerűen ugyanakkora, mint amekkora a múltban volt? Ha minden befektető arra a következtetésre jut, hogy a részvények hosszú távon garantáltan pénzt hoznak, akkor nem lesz a piac végül durván túlárzott? És ha ez bekövetkezik, akkor is várhatóan magasak lesznek a jövőbeli hozamok?

Graham válaszai, mint mindig, a logikában és a józan észben gyökereznek. Minden befektetés értéke az érte fizetett ár függvénye. Ez mindig így volt, és mindig így is lesz.

A LEGZSÍROSABB FENNMARADÁSA¹

Alapvető hiba volt az érvelésben, amely szerint a részvények hosszú távon „mindig felülmúlták” a kötvényeket: 1871 előttre vonatkozóan nincsenek megbízható adataink. Az amerikai részvénypiac legrégebbi időszakának hozamaira az indexek értékéből következtetünk - és ezek az indexek mindössze hét (igen, 7!) részvényből álltak.² 1800-ban azonban már mintegy 300 vállalat működött Amerikában (sok közülük az internet jeffersoni megfelelőjének területén: út- és csatornaépítés). Többségük csődbe ment, befektetőik pedig a gatyájukat is elvesztették.

Ám az indexek figyelmen kívül hagyják az ezekben a korai időkben tönkremenő vállalatokat. Ezt a problémát „túlélési torzításnak” nevezik. Ennek eredményeképpen ezek az indexek durván felülbecsülik a valódi befektetők által elért eredményeket - akik tökéletes előrelátás hiányában természetesen nem tudhatták, hogy pontosan melyik hét részvényt válasszák. Nagyon kevés olyan cég létezik, amelyik az 1790-es évektől a mai napig prosperál - ilyen például a Bank of New York és a J. P. Morgan Chase. Ám minden ilyen csodálatos túlélőre ezer és ezer pénzügyi katasztrófa jut, olyanok, mint a Dismal Swamp Canal Co., a Pennsylvania Cultivation of Vines Co. vagy a Snickers's Gap Turnpike Co. - amelyek mindegyike kimaradt a történelmi részvényindexekből.

Jeremy Siegel adatai azt mutatták, hogy - reálértékben, azaz infláció felett - a részvények évi 7,0, a kötvények 4,8, a készpénz pedig 5,1 százalékot hozott az 1802 és 1870 közötti időszakban. Ám Elroy Dimson és kollégái a London Business Schoolon úgy becsülték, hogy az 1871 előtti részvényhozamok legalább évi két százalékponttal eltúlzottak.⁵ Akkor a részvények valójában egyáltalán nem teljesítettek jobban, mint a készpénz vagy a kötvények - sőt, talán el is maradtak ezektől. Aki azt állítja, hogy a hosszú távú adatok alapján a részvények garantáltan felülmúlják a kötvényeket vagy a készpénzt, az tudatlan.

1 Nehezen lefordítható szójáték. Az angol cím ("Survival of The Fattest") az angol filozófus, Herbert Spencer kifejezésére („survival of the fittest” azaz a legéletképesebb fennmaradása) rímel. Spencer Charles Darwin *A fajok eredete* című munkáját elolvasva használta először ezt a természetes kiválasztódásra utaló kifejezést.

2 Az 1840-es évekre ezeket az indexeket kibővítették, hogy maximum hét pénzügyi és 27 vasúti részvényt tartalmazzanak - ám még így sem adhatnak reprezentatív képet az izgága, fiatal amerikai részvénypiacról.

3 Lásd Jason Zweig, „New Cause for Caution on Stocks” *Time*, 2002. május 6., 71. oldal. Ahogy Graham a 52. oldalon utal rá, az autóipar, a repülés és a rádiózás területén nyomtalanul tönkremenő több száz vállalatnak köszönhetően még az 1871 és 1920 közötti részvényindexeket is érinti ez a túlélési torzítás. Valószínűleg az akkori hozamok is egy-két százalékponttal felülbecsültek.

Kommentár az 1. fejezethez

Az 1990-es évek végére az infláció szinte észrevehetetlen szintre zsugorodott, a vállalati eredmények az évig nőttek, és a világ legnagyobb része békében élt. Ám mindez nem jelentette azt - és soha nem is jelentheti - hogy a részvényeket *bármilyen áron* megéri megvenni. Mivel a vállalatok által elérhető nyereség nagyságrendje véges, az árak, amelyet a befektetők a részvényekért fizetni hajlandók, szintén végesnek kell lennie.

Nézzük meg ezt más szemszögből: Michael Jordán talán minden idők legnagyobb kosárlabdázója volt, és játéka óriási mágnesként vonzotta a szurkolókat a chicagói stadionba. A Chicago Bulls kiváló üzletet kötött, amikor évente 34 millió dollárt fizetett Jordannek, hogy egy nagy bőrlabdát pattogtasson a parkettán. Ám ez nem jelenti azt, hogy a Bullsnak jó oka lett volna szezononként 340 milliót, 3,4 milliárdot vagy akár 34 milliárdot fizetni a sportolónak.

Az optimizmus határai

Graham figyelmeztet, hogyha a piacnak a közelmúltban elért mesés hozamai lebegnek a szemünk előtt, arra a „meglehetősen logikátlan és veszélyes következtetésre juthatunk, hogy a jövőben is hasonlóan varázslatos hozamok várhatók a részvényektől”. 1995 és 1999 között, amikor a piac minden évben legalább 20 százalékkal - az amerikai történelem során példátlan mértékben - nőtt, a részvényvásárlók egyre optimistábbak lettek.

A Gallup Intézet a PaineWebber bróker cég megbízásából 1998 közepén felmérést végzett a befektetők körében, akik a következő évre átlagosan 13 százalékos hozamra számítottak portfoliójuk után. 2000 elejére az átlagosan elvárt nyereség több mint 18 százalékra ugrott.

A „kifinomult szakemberek” is hasonlóképpen gondolkodtak, és egyre feljebb srófolták a jövőbeli hozamokra vonatkozó feltételezéseiket. 2001-ben például az SBC Communications 8,5 százalékról 9,5 százalékra emelte a nyugdíjprogramja várható hozamát. 2002-re a Standard & Poor's 500 indexben lévő társaságok nyugdíjprogramjainak várt hozama rekordszintre, átlagosan 9,2 százalékra nőtt.

Gyors utókövetéssel látható, milyen csúfos véget ért a túlzott lelkesedés:

- A Gallup 2001-ben és 2002-ben már azt mérte, hogy a részvényektől átlagosan várt egyéves hozam 7 százalékra csökkent - annak ellenére, hogy a befektetők majdnem 50 százalékkal alacsonyabb áron vásárolhattak, mint 2002-ben.²
- Egy friss Wall Street-i becslés szerint 2002 és 2004 között alsó hangon 32 milliárd dollárba fogtak kerülni az S&P 500 vállalatoknak a nyugdíjprogramjaik hozamára vonatkozó légből kapott feltételezéseik.

Ugyan minden befektető tudja, hogy olcsón kellene vásárolni és drágán eladni, a gyakorlatban sokszor pont az ellenkezőjét teszik. Graham a fejezetben megfogalmazott figyelmeztetése egyszerű: „Az ellentétek szabálya szerint” minél inkább fellelkesülnek a befektetők a részvénypiac iránt hosszú távon, annál biztosabb, hogy rövid

² Az alacsonyabb részvényárak természetesen nem jelentik azt, hogy a befektetők 7 százalékos hozamvá-
rkozásai szükségszerűen teljesülni fognak.

Kommentár az 1. fejezethez

távon tévedni fognak. 2000. március 24-én 14,75 billió dolláros csúcsot ért el a teljes amerikai részvénytőke értéke. 2002. október 9-én, alig 30 hónappal később, ugyanez az érték 7,34 billió volt, vagyis 50,2 százalékkal kevesebb - ez pontosan 7,41 billió dollár veszteséget jelent. Időközben számtalan piaci szakértő keserűen negatívvá vált a jövőt illetően, stagnáló vagy csökkenő piacra számítva a következő évekre, sőt évtizedekre.

Ennél a pontnál Graham egyetlen egyszerű kérdést tenne fel: ha belegondolunk, hogy a „szakértők” milyen végzetesen nagyot tévedtek akkor, amikor legutóbb egyet-értettek valamiben, akkor mi oka lenne az intelligens befektetőnek, hogy éppen most higgyen nekik?

Mi következik?

Próbáljuk meg kiszűrni a zajt, és úgy gondolkodni a jövőbeli hozamokról, ahogy Graham tenné. A részvénytőke teljesítménye három tényezőtől függ:

- reálnövekedés (a vállalatok nyereségének és osztalékának növekedése)
- inflációs növekedés (az árak általános növekedése a gazdaságban)
- spekulatív növekedés - vagy csökkenés (a befektetői közösség részvények iránti étvágyának növekedése vagy csökkenése)

Hosszú távon az egy részvényre jutó vállalati eredmények éves átlagos növekedése 1,5-2 százalékot tett ki (az inflációt nem számítva).³ 2003 elején az infláció éves szintje 2,4 százalék körül volt, az osztalékhozam pedig 1,9 százalékot tett ki. Így

$$\begin{array}{r} 1,5-2\% \\ + 2,4\% \\ \hline + 1,9\% \\ \hline = 5,8-6,3\% \end{array}$$

Mindez azt jelenti, hogy hosszú távon ésszerűen durván 6 százalékos hozamot várhatunk el a részvényektől (ha az inflációt leszámítjuk, akkor 4 százalék marad). Ha a befektetői közösség ismét mohóvá válik, és föld körüli pályára állítja a részvényeket, akkor a spekulatív láz ideiglenesen magasabbra emeli a hozamokat. Ha viszont félelem tölti el a befektetőket, ahogy ez az 1930-as és az 1970-es években is történt, akkor a részvényhozam átmenetileg alacsonyabb lesz. (Pontosan ez az, ahol 2003-ban tartunk.)

A Yale Egyetem pénzügyprofesszora, Róbert Shiller állítása szerint Graham inspirálta értékelési megközelítését: Shiller a Standard & Poor's 500 részvényindex aktuális árát az előző tíz év infláció utáni átlagos vállalati nyereségeivel hasonlítja össze. A historikus adatokat vizsgálva kimutatja, hogy amikor ez az arány jócskán 20 fölé megy, a piac utána általában gyenge hozamokat eredményez; amikor pedig jóval 10 alá csökken ez az érték, a részvények jellemzően csinos nyereséget hoznak. Shiller számításait követve 2003

³ Lásd Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run* (McGraw-Hill, 2002), 94. oldal és Robert Arnott és William Bernstein „The Two Percent Dilution,” műhelytanulmány, 2002. július.

Kommentár az 1. fejezethez

elején a részvényeket 22,8-szer akkora árfolyamon jegyezték, mint az elmúlt évtized inflációval igazított átlagos nyeresége - vagyis a részvényt piac még mindig a veszélyzónában helyezkedik el, ám ez már sokkal-sokkal kisebb, mint az 1999 decemberében mért arány, amikor az árfolyamok 44,2-szer haladták meg a nyereséget.

Hogyan teljesített a múltban a piac, amikor a mai szintek körül volt árazva¹ A 3.7. ábrán azokat az időszakokat láthatjuk, amikor a részvények hasonló magasságban tartózkodtak, illetve azt is megtudhatjuk belőle, miként teljesítettek az említett időszakokat követő 10 éves periódusban:

3.1. ábra

Év	Árfolyam/nyereség arány	Teljes hozam a következő 10 év során
1898	21,4	9,2
1900	20,7	7,1
1901	21,7	5,9
1905	19,6	5,0
1929	22,0	0,1
1936	21,1	4,4
1955	18,9	11,1
1959	18,6	7,8
1961	22,0	7,1
1962	18,6	9,9
1963	21,0	6,0
1964	22,8	1,2
1965	23,7	3,3
1966	19,7	6,6
1967	21,8	3,6
1968	22,3	3,2
1972	18,6	6,7
1992	20,4	9,3
Átlagok	20,8	6,0

Források: http://aida.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls; Jack Wikon és Charles Jones, „An Analysis of the S&P 500 Index and Cowles' Extensions: Price Index and Stock Returns, 1870-1999”; *The Journal of Business*, vol. 75, no. 3, 2002. július, 527-529. oldal; Ibbotson Associates.

Megjegyzés: Az árfolyam/nyereség arány Shiller számítása (az S&P 500 részvényindex tízéves átlagos reálnyeresége osztva az index december 31 -ei értékével). A teljes hozam nominális éves átlag.

Vagyis volt, hogy a 2003 elején megfigyelhető értékelési szintekhez hasonlókról indulva a részvényt piac nagyon jól teljesített a következő 10 évben, de olyan is előfordult, hogy egy egész évtizedig csak vergődött. Úgy vélem, hogy Graham, az örök óvatos,

Kommentár az 1. fejezethez

elosztaná a legalacsonyabb és legmagasabb múltbeli hozam közötti különbséget, és azt jósolná, hogy a következő évtizedben a részvények nagyjából évi 6 százalékot (az inflációt leszámítva 4 százalékot) fognak hozni. (Érdekes módon ez az előrejelzés megegyezik a mi becslésünkkel, amit úgy kaptunk, hogy összeadtuk a reál-, az inflációs és a spekulatív növekedést.) A 6 százalék az 1990-es évekhez viszonyítva aprópénz. Ám mindenképpen több annál, amennyit a kötvények vélhetően hozni fognak - és ez a befektetők zöme számára elegendő érv ahhoz, hogy diverzifikált portfóliójában részvényeket is tartson.

Graham megközelítése ugyanakkor egy másik tanulsággal is szolgál. Az egyetlen dolog, amiben a jövőbeli részvényhozamok előrejelzésekor biztosak lehetünk, hogy valószínűleg tévedni fogunk. A múlt vitathatatlan igazsága, hogy a jövő mindig meglep bennünket - mindig! És a pénzügyi történelem törvényének szükségszerű következménye, hogy a piacok éppen azokat fogják a legbrutálisabban meglepni, akik a leginkább biztosak abban, hogy a jövőre vonatkozó nézeteik helytállóak. Ha Grahamhez hasonlóan szerények maradunk előrejelzési képességeinket illetően, akkor nem fogunk túl sokat kockáztatni egy olyan jövőképpel, amely könnyen megtörténhet, hogy hibásnak bizonyul.

Így mindenképpen mérsékeljük elvárásainkat - ám ügyeljünk, hogy ne nyomjuk el magunkban a vágyat. Az intelligens befektető számára a remény örökké él, mert *így kell lennie*. Minél csúnyábban fest a jövő a pénzügyi piacokon, általában annál szebb lesz. Egy cinikus egyszer azt mondta G. K. Chestertonnak, az angol írónak: „Áldott az, aki semmire nem számít, mert nem fog csalódni.” Chesterton válasza? „Áldott az, aki semmire nem számít, mert mindennek örülni fog.”

4. FEJEZET

Általános befektetési politika: az óvatos befektető

Egy befektetési portfólió alapvető ismérveit általában a tulajdonos(ok) helyzete és jellemzői határozzák meg. A skála egyik végén a takarékbankokat, az életbiztosítókat és az úgynevezett vagyonkezelői alapokat találjuk. Egy generációval ezelőtt ezek befektetéseit sok államban még törvényileg korlátozták kiváló besorolású kötvényekre és - egyes esetekben - kiváló besorolású elsőbbségi részvényekre. A másik végletet a jómódú és tapasztalt üzletember jelenti, aki bármilyen kötvényt és részvényt a magáénak tudhat, feltéve, hogy vonzó vételnek találja azt.

Régi és helytálló elv, hogy aki nem engedheti meg magának a kockázatvállalást, kénytelen befektetéseit után viszonylag alacsony hozammal beérni. Ebből kiindulva alakult ki az az általános vélemény, hogy a befektető által megcélozandó hozam többé-kevésbé arányos ama kockázat mértékével, amelyet hajlandó viselni. Mi másképpen gondoljuk. Az elvárt hozam mértéke attól kellene, hogy függjön, hogy a befektető mekkora ésszerű erőfeszítést hajlandó vagy tud erre a tevékenységére fordítani. A minimális hozam a passzív befektetőnek jut, aki biztonságra és a gondtalanság szabadságára vágyik. A maximális hozamot a felkészült és vállalkozó szellemű befektető fogja realizálni, aki a lehető legnagyobb intelligencia és tudás birtokában cselekszik. Könyvünk 1965-ös kiadásában a következőket tettük hozzá ehhez: „Sok esetben kevesebb valós kockázattal járhat a nagy nyereség esélyével kecsegtető, a könyv szerinti érték alatt kibocsátott részvény megvásárlása, mint egy körülbelül 4,5 százalékos hozó egyszerű kötvény vétele.” Mi magunk sem gyaníhattuk, mennyi igazság van ebben az állításban, de az elkövetkező években még a legkiválóbb hosszú lejáratú kötvények is piaci értékük jelentős részét veszítették el a kamatláb emelkedése következtében.

A kötvények és részvények közötti tőkeallokáció alapproblémája

Nagyon röviden már körvonalaztuk az óvatos befektető által követendő befektetési politikát.* Tőkéjét kiváló besorolású kötvények és hasonló részvények között kell megosztania.

* Lásd a Graham által a 2. fejezethez írt *Következtetést* a 45. oldalon.

Általános befektetési politika

Ökölszabályként azt javasoltuk, hogy a befektető soha ne tartsa részvényekben tőkéje kevesebb mint 25 százalékát és több mint 75 százalékát - ebből egyenesen következik, hogy ugyanezek a szélsőértékek lesznek igazak a portfóliójában lévő kötvények súlyára is. Hallgatólagosan pedig azt vélelmezhetjük, hogy az alapvető felosztás a két alapvető befektetési eszköz között az egyenlő, vagyis az 50-50 százalékos. A részvények súlyának növelése hagyományosan akkor indokolt, ha az elhúzódozó medve piacon jellemző „nagyon jó vételi árak” jelennek meg. Ennek fordítottja, vagyis a részvénykomponens súlyának 50 százalék alá csökkentése az ésszerű válasz arra, ha a befektető megítélése szerint a piaci szint veszélyesen magasra emelkedett.

Ezeket a tankönyvi szabályokat mindig nagyon egyszerű megalkotni, ám legalább ugyanilyen nehéz betartani - szembemennek ugyanis az emberi természettel, amely a bika és medve piacok csapongásait okozza. Szinte önellentmondás rejlik abban, hogy megvalósítható befektetési politikaként azt tanácsoljuk az *átlagos* részvénytulajdonosnak, hogy csökkentse részvénykitettséget, amikor a piac meghalad egy bizonyos pontot, az árfolyamok megfelelő szintű visszaesését követően pedig növelje azt. Ennek az az oka, hogy az átlagember ezzel ellentétes módon működik - és szemmel láthatóan így is kellett működnie ahhoz, hogy a múltbeli nagy emelkedések és esések megtörténhessenek; és - a könyv írója úgy véli - ahhoz, hogy a jövőben is számíthassunk ilyen piaci mozgásra.

Ha a befektetési és a spekulatív műveletek közötti különbség olyan egyértelmű lenne, mint régen volt, a befektetőket úgy képzelhetnénk el, mint olyan éles elméjű, tapasztalt egyének rétegét, akik magas áron adják el papírjaikat a meg gondolatlan, szerencsétlen spekulánsoknak, majd nyomott áron vásárolják vissza őket. Ennek a képnek a régi időkben még lehetett némi valóságalapja, ám az 1949 óta a pénzügyek terén bekövetkezett fejlődéssel már nehezen összeegyeztethető. Semmi sem utal arra, hogy a befektetési alapok által végrehajtott professzionális befektetési műveleteket így módon hajtanák végre. A két fő alaptípus - „kiegyensúlyozott” és „részvényalap” - által részvényekben tartott portfólió százalékos aránya alig változott az évek során. Eladási tevékenységük főként arra irányult, hogy a kevésbé ígéretes papírokról a vonzóbbnak tartottakra váltsanak.

Ha a részvénytulajdonosok - ahogy azt régóta gyanítjuk - már nem a régi, jól bevált szabályok szerint működik, akkor nem adhatunk a befektetőnek olyan megbízható iránymutatást, amelyekből tudná, hogy mikor kell a 25 százalékos minimum irányába haladva csökkenteni részvénytulajdonát, és mikor kell a 75 százalékos maximum felé közeledni. Hangsúlyozzuk, hogy a befektetőnek általánosságban csak akkor szabad vagyona több mint felét részvényekben tartania, ha biztos egyfelől részvénypozíciójának stabilitásában, másfelől abban, hogy lelki nyugalommal viselne egy, az 1969-70-eshez hasonló piaci esést. Nehéz megmondanunk, hogy milyen szintű magabiztosság indokolt a részvénytulajdonos 1972. eleji szintje alapján, éppen ezért jelenleg nem ajánlanánk a részvények 50 százaléknál nagyobb arányát a befektető portfóliójában. Ám hasonló okok miatt ugyanilyen nehezünkre esik azt ajánlani, hogy jóval 50 százalék alá csökkentjük ezen értékpapírtípus súlyát,

Az intelligens befektető

kivéve, ha a befektető *saját lelki nyugalma*t aggasztja a jelenlegi piaci szint, ezért megelégszik azzal is, ha tőkéjének csupán 25 százalékaival vesz részt az esetleges jövőbeli emelkedésben.

A fentiek arra kényszerítenek bennünket, hogy a talán túlzott leegyszerűsítésnek tűnő 50-50 százalékos képletet indítványozzuk olvasóink többségének. Ebből adódóan alapszabályunk az, hogy amennyire az a gyakorlatban lehetséges, tartsuk fenn a kötvények és részvények között; egyenlő arányt. Amikor a piaci szint változásai, tegyük fel, 55 százalékra növelik a részvénykomponens arányát, a részvényportfólió tizenegyed részének eladásával és az ebből kapott összegből kötvényeket vásárolva állíthatjuk helyre az egyensúlyt. A részvényarány 45 százalékra csökkenése pedig arra szólítja fel a befektetőt, hogy kötvényekben lévő tőkéjének tizenegyed részét felhasználva további részvényeket vásároljon.

A Yale Egyetem 1937-től kezdve számos éven át ehhez valamennyire hasonló befektetési stratégiát követett, ám abban 35 százalék volt a részvények „normál súlya”. Az 1950-es évek elején azonban úgy tűnik, a Yale feladta egykoron híres szabályát, és 1969-ben portfóliója 61 százalékát tartotta részvényekben (az átváltható kötvényeket is ideértve). (Ugyanebben az időben 71 hasonló intézmény alapítványai, amelyek együttesen 7,6 milliárd dollárnyi eszközzel rendelkeztek, részvényekben tartották ennek az összegnek a 60,3 százalékát.) A Yale esete kiválóan példázza azt a szinte végzetes hatást, amelyet a piaci árfolyamok emelkedése az egykor népszerű, képletek alapján történő befektetési szabályokra gyakorolt. Ennek ellenére meg vagyunk győződve arról, hogy az 50-50 százalékos megosztás igenis ésszerű stratégia az óvatos befektető számára. Rendkívül egyszerű; vitathatatlanul a jó irányba hat; azt az érzést adja a követőjének, hogy legalább tesz valamit a piaci fejleményekre válaszul; és ami a legfontosabb, megakadályozza azt, hogy egyre több és több részvényt halmozzon fel olyankor, amikor a piac egyre veszélyesebb magasságokba emelkedik.

Ráadásul a valóban konzervatív befektetőt elégedetté fogja tenni a dráguló piacon a portfóliója fele által elért nyereség, míg súlyos esések idején megnyugvást találhat abban, hogy mennyivel jobban járt, mint kockázatkedvelőbb társa.

Ugyan az általunk javasolt 50-50 százalékos megosztás kétségkívül a legegyszerűbb „általános célú stratégia”, amit ajánlani lehet, előfordulhat, hogy az elért eredmények tekintetében nem fog a legjobbnak bizonyulni. (Természetesen nem létezik olyan megközelítés, sem mechanikus, sem másmilyen, amelyet annak biztos tudatában lehetne ajánlani, hogy jobban fog működni, mint a többi.) A napjainkban a jó kötvények által kínált, a részvényekénél sokkal nagyobb hozam potenciális érv a kötvénykomponens preferálására. A befektető azon döntése, hogy a részvények részarányát 50 százalékra vagy alacsonyabb értékre tartja, főként saját vérmérsékletétől és hozzáállásától függ. Ha hidegvérűen mérlegeli az esélyeket, akkor jelen pillanatban valószínűleg a 25 százalékos részvényarányt fogja előnyben részesíteni, arra gondolván, hogy kivárja, amíg a DJIA osztalékhozama eléri a kötvényhozamok kétharmadát, és akkor fogja visszaállítani a kötvények és részvények közötti 50-50 százalékos arányt. Mivel jelenleg a DJIA

900 pont körül mozog, és az egy egységre jutó osztalék 36 dollár, ehhez vagy arra van szükség, hogy az adózás előtti kötvényhozam 7,5 százalékról körülbelül 5,5 százalékra csökkenjen a vezető részvények jelenlegi hozamának változása nélkül, vagy a DJIA 660 pontra essen a kötvényhozamok csökkenése és az osztalékok növekedése nélkül. Természetesen ez a „vételi pont” a kötvényhozamok, a részvényárak és az osztalékok egyidejű változásának kombinációjából is előállhat. Egy ilyen befektetési stratégia nem különösebben bonyolult; a dolog nehézsége az elv alkalmazásában és következetes betartásában rejlik - és akkor azt a lehetőséget még nem is említettük, hogy eredményei túl konzervatívnak bizonyulhatnak.

A kötvénykomponens

A befektető portfóliójában lévő kötvénykomponenssel kapcsolatban két alapvető választási lehetőség merül fel: adóköteles vagy adómentes, illetve rövidebb vagy hosszabb lejáratú kötvényeket vásároljon. Az adózással kapcsolatos döntés főként matematikai jellegű: a kétféle kötvénytípus hozama közötti különbséget kell a befektető adókulcsával összehasonlítani. 1972 januárjában 20 éves lejáratú kötvények esetében a közül lehetett választani, hogy a befektető 7,5 százalékot kap „Aa besorolású” vállalati kötvények, valamint 5,3 százalékot az adómentes papírok után. (Általában az önkormányzati kifejezést szokták használni minden adómentes kötvényre, így az állami kibocsátású papírokra is.) Ilyen futamidő mellett tehát körülbelül 30 százalékos jövedelemvesztést jelent, ha valaki vállalati papírok helyett önkormányzati kötvényeket favorizál. Ha ugyanakkora befektető a 30 százalékos, vagyis a legmagasabb adósávba tartozik, akkor adózás után nettó megtakarítást jelentenek számára az önkormányzati kötvények; amennyiben ennél alacsonyabb adósávba esik, akkor éppen ellenkezőleg, a vállalati kötvényekkel jár jobban. Egy egyedülálló akkor kezd el a 30 százalékos kulccsal adózni, amikor az adókedvezményekkel csökkentett jövedelme meghaladja a 10 ezer dollárt; házaspár esetén akkor érvényes ez az adókulcs, ha együttes adóköteles jövedelmük 20 ezer dollár felett van. Nyilvánvaló, hogy az egyéni befektetők nagy része magasabb adózás utáni hozamot ér el a jó önkormányzati kötvényeken, mint az ugyanilyen besorolású vállalati papírokon.

A hosszabb és rövidebb futamidő közötti választás azonban teljesen más kérdés: vajon a befektető be akarja biztosítani magát kötvényei árfolyamának csökkenése ellen azon az áron, hogy (1) alacsonyabb éves hozamot ér el, és (2) lemond a kötvény piaci árfolyama *emelkedésének* lehetőségéről? Úgy véljük, a legjobb lesz, ha a kérdést *A befektető és a piaci ingadozások* című, 8. fejezetben vizsgáljuk meg.

Kötvényvásárlás esetén korábban sok éven át az amerikai takarékkötvények jelentették az egyedüli megfelelő megoldást magánszemélyeknek. Biztonságosak voltak - és mind a mai napig azok -, ez megkérdőjelezhetetlen; magasabb hozamot kínáltak, mint más első osztályú kötvénybefektetések; a pénz-visszafizetési opció és más biztosítékok is vonzóvá tették őket. Könyvünk korábbi kiadásaiban *Amerikai takarékkötvények: jött a befektetőknek* címen teljes fejezetet szenteltünk nekik.

Az intelligens befektető

Be fogjuk mutatni, hogy az amerikai takarékkötvények továbbra is olyan egyedülálló erényekkel rendelkeznek, amelyek bármilyen magánbefektető számára megfelelő vétellé teszik őket. Úgy tartjuk, hogy a közepes tőkájú befektetők - akik kötvényekre legfeljebb tízezer dollárt áldozhatnak - számára mind a mai napig ezek a papírok jelentik a legegyszerűbb és legjobb választást. A jobb anyagi lehetőségekkel rendelkezők azonban vonzóbb befektetési eszközöket is találhatnak maguknak.

A következőkben felsoroljuk a befektető figyelmére érdemes kötvények néhány főbb típusát, és általános jellemzőik, biztonságosságuk, hozamuk, piaci áruk, *ÍZ* adózási szempontok, valamint egyéb tulajdonságaik alapján részletesebben is bemutatjuk őket.

1. AMERIKAI TAKARÉKKÖTVÉNYEK, E SOROZAT ÉS H SOROZAT. Először összefoglaljuk a fontosabb szabályait, majd röviden bemutatjuk ezen egyedülálló, vonzó és rendkívül kényelmes befektetési eszközök számtalan előnyét. A H sorozatú kötvények - más kötvényekhez hasonlóan - félévente fizetnek kamatot. Az első évre 4,29 százalék, majd a lejáratig hátralévő 9 év során egységesen 5,10 százalék a kamatláb. Az E sorozatú kötvények kamatot nem fizetnek, a visszavásárlási érték növekedésén keresztül jut ahhoz a papír tulajdonosa. A kötvényeket a névérték 75 százalékán értékesítik, és vásárlás után 5 évvel és 10 hónappal 100 százalékon járnak le. A lejáratig megtartott kötvény hozama féléves kamatkifizetéssel számolva 5 százalékra jön ki. Korábbi visszaváltás esetén a hozam az első évi 4,01 százalékról átlag 5,20 százalékra nő a következő 4 év 10 hónap során.

A kötvények kamata után szövetségi jövedelemadó fizetendő, ám mentes az állami jövedelemadótól. Az E sorozatú kötvények esetében azonban a tulajdonos eldöntheti, hogy a - magasabb visszavásárlási érték formájában jelentkező - kamat után a szövetségi jövedelemadót évente, vagy csak a futamidő végén (vagy a kötvény lejárat előtti eladásakor) fizeti meg.

A E sorozatú kötvényeket tulajdonosai bármikor (akár röviddel a vásárlás után is) visszaválthatják aktuális visszavásárlási értékükön. Hasonlóképpen a H sorozat tulajdonosai is bármikor jogosultak a papírokat névértéken visszaváltani. Az E sorozatú kötvények bizonyos adóelőnyök mellett H sorozatú kötvényekre cserélhetők.

Az elveszett, megsemmisült vagy elloptott kötvények költségmentesen pótolhatók. Az évente vásárolható mennyiség korlátozott ugyan, ám a családtagokra érvényes megengedő birtoklási szabályoknak köszönhetően a legtöbb befektető annyi ilyen típusú kötvényt vásárolhat, amennyit csak megengedhet magának.

Megjegyzés: Nincs még egy olyan befektetési eszköz, amely egyszerre kínálja (1) a tőke és a kamatok abszolút biztonságát, (2) a teljes „pénzvisszafizetésre” vonatkozó, bármikor gyakorolható jogot, és (3) legalább tíz évre a minimum 5 százalékos kamat garanciáját. A korábban kibocsátott E sorozatú kötvények tulajdonosai jogosultak papírjaikat a lejáratkor meghosszabbítani, és ily módon folytonosan magasabb kamatláb mellett folytatni a felhalmozást. A jövedelemadó-

Általános befektetési politika

fizetési kötelezettség ilyen hosszú távú halasztása komoly anyagi előnyt jelent; számításaink szerint jellemzően ez akár harmadával is képes megnövelni az adózás utáni tényleges hozamot. Ezzel szemben a jog, hogy bekerülési vagy még annál is magasabb áron eladhatják kötvényeiket, teljes védelmet jelent a papírokat a korábbi, alacsonyabb kamatlábú időszakban megvásárló befektetőknek tőkéjük csökkenésével szemben - amit olyan sok, kötvényekkel rendelkező befektető volt kénytelen elszenvedni. Úgy is fogalmazhatunk: lehetőséget adott nekik, hogy azáltal *profitáljanak* az emelkedő kamatszintből, hogy meglévő, alacsony kamatozású papírjaikat névértéken válthatják át nagyon magas kamatot hozó kötvényekre.

Meglátásunk szerint a takarékkötvények jelenlegi tulajdonosainak járó különleges előnyök kárpótolni fogják ezeket a befektetőket a más közvetlen állami kötelezettségekhez viszonyítva alacsonyabb hozamukért.

2. Az EGYESÜLT ÁLLAMOK ÁLTAL KIBOCSÁTOTT EGYÉB KÖTVÉNYEK. Számptalan ilyen értékpapír létezik, és esetükben a kamatlábak és a lejárah dátumok széles spektrumából választhatunk. A kamat és a tőke kifizetését illetően mindegyik teljesen biztonságos. Kamatuk szövetségijövedelemadó-köteles, ám az állami jövedelemadó alól mentes. 1971 végén a hosszú futamidejű - tíz éven túli - papírok átlagos hozama 6,09 százalék volt, a közepes futamidejűek (3-5 évesek) 6,35 százalékot, a rövid futamidejűek pedig 6,03 százalékot hoztak.

1970-ben a régebbi kibocsátású papírok közül jó néhányat nagy diszkonttal lehetett beszerezni. Közülük némelyiket névértéken számítják be az ingatlanadó megfizetésénél. Például az ebbe a kategóriába tartozó, 1990-ben lejáró U.S. Treasury 3,5 százalékos kötvényeket 1970-ben 60 százalékon is meg lehetett venni, ám az év végén 77 százalék felett zártak.

Érdemes megemlíteni, hogy az amerikai állam közvetett adósságai érzékelhetően nagyobb hozamot kínálnak, mint az ugyanolyan futamidejű közvetlen kötelezettségei. A könyv írása idején jelent meg az ajánlat, amely 7,05 százalékos hozamot ígér az „Amerikai Egyesült Államok Közlekedési Minisztériumának közlekedési minisztere által teljes mértékben garantált tanúsítványok után. Ez kerek egy százalékkal meghaladta az ugyanabban az évben (1986) lejáró közvetlen amerikai kötelezettségek nyújtotta hozamot. A tanúsítványokat valójában a Penn Central Transportation Co. bocsátotta ki, ám az amerikai igazságügyi miniszter azon nyilatkozata alapján értékesítették, amely szerint a garancia „életbe lépteti az Egyesült Államok általános helytállási kötelezettségét." Az amerikai kormányzat a múltban számos ilyen közvetlen kötelezettségvállalást tett, és mindegyiket annak rendje és módja szerint teljesítette is.

Az olvasó csodálkozhat, miért van szükség erre a hókuszpókuszra, amely a közlekedési miniszter nyilvánvalóan „személyes garanciáját" foglalja magában, és végeredményben nagyobb költséget jelent az adófizetőknek. Ennek a közvetett útnak a fő oka az, hogy a Kongresszus korlátozta a kormányzati hitelfelvétel mértékét. Evidens, hogy a kormányzati garanciák nem tekintendők adósságnak — ez pedig a szó szoros értelmében talált pénz az élelmes befektetőknek. A kialakult helyzet

Az intelligens befektető

talán legfontosabb következménye az adómentes Housing Authority kötvények megszületése volt, amelyek az amerikai kormányzat garanciájával egyenértékű garanciát élveznek, és gyakorlatilag az egyedüli olyan adómentes értékpapírok, amelyek a kormányzati kötvényeknek felelnek meg. Egy másik olyan értékpapírtípus, amely mögött az amerikai kormányzat áll, a nemrégiben megjelent és 1971 szeptemberében 7,60 százalékos hozamot kínáló New Community kötvények.

3. ÁLLAMI ÉS ÖNKORMÁNYZATI KÖTVÉNYEK. Ezek az értékpapírok mentességet élveznek a szövetségi jövedelemadó alól. Jellemzően az állami jövedelemadó alól is mentesülnek abban az államban - de csak ott -, ahol kibocsátották őket. Állami vagy önkormányzati közvetlen kötelezettségvállalások, vagy pedig olyan „projektkötvények”, amelyek kamatfizetése fizetős útszakasz, híd, bérbe adott ingatlan stb. bevételeitől függ. Nem minden adómentes kötvény elég erősen védett ahhoz, hogy az óvatos befektető számára indokolt lenne a megvásárlásuk. Az ilyen kötvények közötti választást segítheti a Moody's vagy a Standard & Poor's által adott minősítés. Mindkét hitelminősítő esetében a három legjobb minősítés bármelyike - Aaa (AAA), Aa (AA) vagy A - megfelelő biztonságra utal. A kötvények hozama a minőségtől és a lejáratától függően változik, de a rövidebb futamidejű papírok alacsonyabb hozamot kínálnak. 1971 végén a Standard & Poor's önkormányzati kötvényindexében szereplő papírok átlagosan AA minősítésűek, valamint 20 éves lejáratúak voltak, és 5,78 százalékos hozamot kínáltak. Az AA minősítésű Vineland, N. J. kötvények egyéves lejáratra csupán 3 százalékos hozamot adtak, amely az 1995-ben és 1996-ban lejáratú kötvények esetében 5,8 százalékra rúgott.¹

4. VÁLLALATI KÖTVÉNYEK. Ezen kötvények után fizetni kell mind szövetségi, mind állami jövedelemadót. 1972 elején a legmagasabb minősítésű papírok 7,19 százalékos hozamot hoztak 25 éves lejárat esetén, ahogy a Moody's Aaa vállalati kötvényindex hozamából kiderült. Az úgynevezett alacsony és közepes besorolású - Baa kategóriájú - kötvények hosszú lejárat esetén 8,23 százalékos hozamot hoztak. Minden kategória esetén igaz, hogy a rövid lejáratú papírok valamivel kevesebb hozamot ígérnek, mint a hosszú lejáratú társaik.

Megjegyzés. A fenti összefoglalásokról is látható, hogy az átlagos befektető széles körben válogathat a kiváló minősítésű kötvények közül. A magas adókulccsal adózó befektetők vitathatatlanul jobban járnak a jó adómentes kötvényekkel, mint az adóköteles papírokkal. A többiek számára az adózás előtt elérhető hozam 1972 elején az 5,0 százalékos (amerikai takarékkötvények a maguk különleges előnyeivel) és a 7,5 százalékos közé esett (kiváló minősítésű vállalati kötvények).

Magasabb hozamú kötvénybefektetések

Amennyiben hajlandó a papírok minőségéből engedni, a befektető magasabb jövedelemhez is juthat kötvényei után. Hosszú évek tapasztalata azonban azt mutatja, hogy az egyszerű befektető bölcsebben teszi, ha távol tartja magát az

Általános befektetési politika

ilyen magasabb hozamú kötvényektől. Összességében véve a hozam tekintetében ugyan -valamivel jobban is teljesíthetnek, mint a kiváló minőségű papírok, ám kedvezőtlen fejlemények kockázatának teszik ki a tulajdonosaikat, amelyek az aggasztó áreséstől a tényleges nemfizetésig (csődig) terjednek. (Igaz, hogy az alacsonyabb besorolású kötvények között elég gyakran adódnak nagyon jó vételek, ám ezek sikeres kihasználásához különleges vizsgálódásra és tudásra van szükség.)*

Talán itt érdemes megemlítenünk, hogy az Egyesült Államok közvetlen adósságára hozott kongresszusi korlátozások „kedvező vételeket” teremtettek a befektetőknek a kormányzat által biztosított kötelezettségek területén. Az egyik ilyen kategória az adómentes New Housing papíroké, a másik pedig a nemrégiben megjelent (adóköteles) New Community adósságleveleké. A New Housing kötvények 1971 júliusiban nem kevesebb mint 5,8 százalék, a szövetségi és az állami adók alól mentes; hozamot kínáltak, míg az ugyanezen év szeptemberében értékesített (adóköteles*) New Community adósságlevelek 7,6 százalékot kamatoztak. Mindkét kötelezettség mögött az Egyesült Államok kormányzata áll „a belé vetett teljes bizalommal! és hitelével”, így biztonságos voltuk nem lehet kérdéses. Es - adózás után - • érzékelhetően magasabb hozamot nyújtanak, mint a hagyományos amerikai állampapírok."

Kötvények helyett takarékbetét

A befektető napjainkban már ugyanolyan magas kamatot kaphat kereskedelmi vagy takarékbanki takarékbetéte (vagy banki letéti jegye) után, mint amekkorát a legkiválóbb besorolású, rövid lejáratú kötvények kínálnak. A banki megtakarítási számlák kamata a jövőben csökkenhet, ám a jelenlegi feltételek mellett a rövid távú kötvénybefektetések megfelelő alternatíváját adják a magánbefektetőknek.

Átváltható kötvények

Ezeket a papírokat a 16. fejezetben mutatjuk be. A kötvények árfolyamváltozásairól általánosságban A befektető és a piaci ingadozások című, 8. fejezetben foglalkozunk.

* Grahamnek a magas hozamú kötvényekkel szembeni ellenérzését napjainkban már mérsékelnék a széles körben elérhető befektetési alapok, amelyek szétterítik a bővülő kötvények" birtoklásának kockázatát, illetve elvégzik az ezek kiválasztásához szükséges elemzői munkát. További részletekért lásd a 6. fejezethez írt kommentárokat.

** A New Housing kötvények és a New Community adósságlevelek ma már nem elérhetők. A New Housing Authority kötvények mögött az Amerikai Építészeti és Városfejlesztési Minisztérium (U.S. Department of Housing and Urban Development, HUD) áll, és a papírok mentesek a jövedelemadó alól, ám 1974 óta nem bocsátottak ki ilyet. A szintén a HUD által kibocsátott New Community kötvényekre egy 1968-as szövetségi törvény adott felhatalmazást. 1975-ig körülbelül 350 millió dollár értékben bocsátottak ki ezekből a papírokból, de a program 1983-ban véget ért.

Az intelligens befektető

Visszahívási záradék

Könyvünk korábbi kiadásaiban igencsak hosszan tárgyaltuk a kötvényfinanszírozás ezen jellegzetességét, amely komoly; ám nem kellő figyelmet kapó igazságtalanságot hordoz magában a befektetők szemszögéből. A kötvények jellemzően már röviddel a kibocsátásuk után a kibocsátási ár feletti mérsékelt - mondjuk. 5 százalékos - prémiumért visszahívhatók. Ez azt jelenti, hogy a kamatszint nagy ingadozásának idején a befektető kénytelen viselni a kedvezőtlen változások teljes kockázatát, míg a körülmények kedvező alakulása esetén szinte teljes mértékben meg van fosztva annak eredményeitől.

Idevágó szokásos példánk az American Gas & Electric által kibocsátott, 100 év futamidejű, 5 százalékos kötvény, amelyet 1928-ban 101 százalékon értékesítettek a nagyközönségnek. Négy évvel később, a pánikközeli hangulat idejében ezek a kiváló kötvények 62,5 százalékra estek, ami 8 százalékos hozamot jelentett. 1946-ban az ilyen típusú kötvényeket már csak 3 százalékos hozammal lehetett kibocsátani, így az 5 százalékos kamatozó papírokat közel 160 százalékon *kellett volna* jegyezni. Ám a vállalat addigra már élt a visszahívási záradékkal, és mindössze 106-os árfolyamon visszavásárolta a papírokat.

Ezeknek a kötvényeknek a visszahívási záradéka alig burkolt példája a „ha fej, én nyerek, ha írás, te vesztesz” hozzáállásnak. A kötvényeket vásárló intézmények végre-valahára visszautasították ennek a tisztességtelen kitételnek az elfogadását, és így az elmúlt években kibocsátott hosszú lejáratú, magas hozamú papírok a kibocsátás után legalább tíz évig már védettek a visszahívás lehetőségétől. Ez ugyan még mindig korlátozza a lehetséges árfolyam-emelkedésüket, ám nem annyira igazságtalan mértékben.

Azt a gyakorlati tanácsot adjuk a befektetőnek, hogy hosszú lejáratú kötvények esetén áldozza fel a hozam egy kis részét annak érdekében, hogy 20 vagy 25 évig a papír ne legyen visszahívható. Hasonlóképpen előnyösebb alacsony kamatszelvénnyel rendelkező kötvényt¹ diszkontáron megvásárolni, mint egy, a névérték körül forgó, néhány éven belül visszahívható, magas kamatozású papírt. Hiszen a diszkont - például egy 63,5 százalékon megvásárolható, 3,5 százalékos kamatot fizető, vagyis 7,85 százalékos hozamot kínáló kötvény esetében - teljes védelmet jelent a befektetőre nézve káros visszahívás ellen.

Sima - azaz nem átváltható - elsőbbségi részvények

Bizonyos általános megállapításokat kell itt tennünk az elsőbbségi részvények tárgyában. Léteznek ugyan igazán jó elsőbbségi részvények, ám azok az eredendően rossz befektetési formájuk ellenére tudnak jók lenni. A tipikus elsőbbségi részvényes biztonsága a vállalat azon képességétől és szándékától függ, hogy fizet-e osztalékot a *törzsrészvényei* után. Ha ezek az osztalékok elmaradnak - vagy

* A kötvény kamatszelvevénye tulajdonképpen a kamata; az alacsony kamatszelvevényű kötvény a piaci átlag alatti kamatot fizet.

Általános befektetési politika

akár csak veszélybe kerülnek - saját helyzete bizonytalanná válik, mert a vállalat vezetői kizárólag abban az esetben kötelesek fizetni neki, ha a törzsrésztvények után is fizetnek osztalékot. Viszont a tipikus elsőbbségi részvény a rögzített osztalékrátán túlmenően semmilyen részesedést nem biztosít a vállalat nyereségéből, így az elsőbbségi részvények sem a kötvénytulajdonos (más néven hitelező) jogi követelésével, sem a közönséges részvényes (más néven partner) nyereségrészesedésével nem rendelkezik.

Az elsőbbségi részvények jogi helyzetének ezen gyengeségei a válságok idején újra és újra előtérbe kerülnek. Az ilyen papíroknak csupán egy töredéke kellően körülbástyázott ahhoz, hogy minden viszontagság közepette megőrizze befektetésre megkérdőjelezhetetlenül alkalmas mivoltát. A tapasztalat azt mutatja, hogy elsőbbségi részvényeket olyankor érdemes vásárolni, amikor az átmeneti csapások miatt árfolyamuk indokolatlanul nyomott. (Ilyen esetben kiválóan alkalmasak lehetnek az agresszív befektető számára, ám az óvatos befektetőnek túl kockázatosak.)

Máshogy fogalmazva, elsőbbségi részvényeket kizárólag alkalmi vételként szabad vásárolni. A későbbiekben szó lesz majd az átváltható és hasonló jogokat biztosító értékpapírokról, amelyek különleges profitlehetőségeket kínálnak. Konzervatív portfólióba ilyeneket tipikusan nem választanak.

Még egy különlegességet érdemes kiemelni az elsőbbségi részvények általános jellemzői között. A jogi személyek (társaságok) a magánbefektetőknél sokkal kedvezőbb adózási feltételekkel tarthatják az elsőbbségi részvényeket. Az előbbiek az osztalékként kapott jövedelmüknek csupán 15 százalékát után fizetnek társasági adót, míg a rendes kamatjövedelmük teljes egésze adóköteles. Mivel 1972-ben a társasági adókulcs 48 százalék, elsőbbségi részvény osztalékként kapott 100 dollár adóterhe csak 7,20 dollár, míg kötvény kamataként kapott 100 dollár után 48 dollár társasági adó fizetendő. A magánbefektetők - egy nemrégiben bevezetett kisebb mentességet leszámítva - ugyanúgy adóznak elsőbbségi részvényeik jövedelme és a kötvények kamata után. Szigorúan ezt a logikát követve minden befektetési minősítésű elsőbbségi részvényt jogi személyeknek, az összes adómentes kötvényt pedig a jövedelemadó fizetésére kötelezett befektetőknek kellene megvásárolniuk."

Az értékpapírok formái

A fentebb bemutatott kötvények és elsőbbségi részvények jól érthető és viszonylag egyszerű értékpapírok. A kötvénytulajdonos meghatározott időpontban fix kamatot kap, és lejáratkor visszafizetik a tőkét. Az elsőbbségi részvény tulajdonosa

* Graham logikája változatlanul érvényes, ám a számok megváltoztak. A jogi személyek az osztalékként kapott jövedelmük 70 százalékát vonhatják le, a társasági adókulcs pedig 35 százalék. Így egy jogi személy az elsőbbségi részvény osztalékként kapott 100 dollár után nagyjából 24,50 dollár adót fizetne, míg ugyanennyi kamatjövedelem után 35 dollár az adó. A magánszemélyek ugyanolyan kulccsal adóznak osztalék- és kamatjövedelmük után, így az elsőbbségi részvények nem biztosítanak számukra adóelőnyt.

Az intelligens befektető

csupán rögzített osztalékra jogosult, amelyet a törzsrésztvények osztaléka előtt kell kifizetni. Kincs meghatározott időpont, amikor visszakapná befektetésének értékét. (Az osztalék lehet kumulált vagy nem kumulált. Az elsőbbségi részvény vagy biztosít számára szavazati jogot, vagy nem.)

A fentiek olyan által

részvények többségére érvényesek, ám ezek a papírok számtalan eltérő formában léteznek. A legismertebb az átváltható és egyéb hasonló értékpapírok típusa, illetve a jövedelemalapú kötvények („jövedelemkötvények”). Ez utóbbi kategória esetében csak akkor történik kamatfizetés, ha azt a vállalat jövedelme megengedi. (A ki nem fizetett kamat a jövőbeli jövedelmek ellenében felhalmozható, ám ennek időtartamát gyakran három évben korlátozzák.)

A jövedelemkötvényeket sokkal szélesebb körben kellene igénybe venniük a vállalatoknak. Az ilyen kötvényektől való távolmaradás a gazdasági történelem véletlen balesetének tudható be - nevezetesen annak, hogy nagy mennyiségben először a vasúti reorganizációval kapcsolatban bocsátották ki őket, és így kezdetül fogva a pénzügyi gyengeség és az alacsony befektetési besorolás képe társult hozzájuk. Am maga a forma számos gyakorlati előnyt kínál, különösen az elmúlt években oly gyakorivá vált (átváltható) elsőbbségirészvény-kibocsátásokkal összehasonlítva. A legfőbb ezek közül az, hogy a kifizetett kamat csökkenti a vállalat adóköteles jövedelmét, ami lényegében felére mérsékli az ilyen formájú tőkebevonás költségét. A befektető szempontjából az a legjobb ezekben a kötvényekben, hogy az esetek többségében (1) feltétlen jogot biztosítanak számára a kamatra, *amennyiben a vállalat jövedelme annak kifizetését lehetővé teszi*, illetve (2) ha jövedelem hiányában nem fizetik ki neki a kamatot, joga van másfajta védelemhez, mint amit a csődeljárás nyújthat számára. A jövedelemkötvények feltételei teste szabhatók, hogy mindkét fél számára a lehető legelőnyösebbek legyenek. (Természetesen átválthatósági jogok is belefoglalhatók.) A velejáró gyengeségekkel rendelkező elsőbbségi részvény mint értékpapír általános elfogadottsága, valamint az annál sokkal kedvezőbb tulajdonságokkal bíró jövedelemkötvények elutasítása jól példázza, hogy a Wall Street milyen állhatatosan ragaszkodik a hagyományos intézményekhez és szokásokhoz annak ellenére, hogy a jelenlegi környezetben friss nézőpontra lenne szükség. Az optimizmus vagy pesszimizmus minden új hullámánál sietve félredobjuk a történelem és az idő próbáját kiálló szabályokat, ám rendületlenül és a kétség legkisebb szikrája nélkül ragaszkodunk az előítéleteinkhez.

Kommentár a 4. fejezethez

Amint a véletlenre alapozunk, hirtelen elhagy bennünket a szerencse.

(Pat Riley, kosárlabdaedző)

Mennyire legyen agresszív a portfóliónk?

Graham szerint ez nem is annyira attól függ, hogy milyen típusú befektetéseket tartunk, hanem sokkal inkább attól, hogy milyen típusú befektetők vagyunk. Kétféleképpen válhat belőlünk intelligens befektető:

- ha a részvények, kötvények és befektetési alapok dinamikusan változó körét folyamatosan kutatjuk, választunk közülük, és figyelemmel követjük őket;
- vagy olyan állandó portfóliót hozunk létre, amely automata üzemmódban fut, és részünkről semmilyen erőfeszítést sem igényel (ugyanakkor roppant kevés izgalmat okoz).

Graham az első, rengeteg idő és tényleg energiát felemésztő megközelítést „aktív” vagy „vállalkozó szellemű” stratégiának nevezi. A „passzív” vagy „óvatos” stratégia ugyan kevés időt és erőfeszítést igényel, ám megköveteli, hogy szinte aszkétikus módon távol maradjunk a piac oly csábító zsongásától. Ahogy Charles Ellis pénzügyi gondolkodó mondja, a vállalkozó szellemű megközelítés fizikailag és szellemileg megerőltető, míg az óvatos megközelítés inkább érzelmileg vesz igénybe.¹

Ha van elég szabadidőnk, buzog bennünk a versenyszellem, úgy gondolkodunk, ahogy a szurkolók, és élvezzük a bonyolult szellemi kihívásokat, akkor az aktív megközelítés a mi terepünk. Ha állandóan úgy érezzük, hogy semmire sincs elég időnk, egyszerűsége vágyunk, és nem tölt el bennünket örömmel, ha a pénzzel foglalkozunk, akkor a passzív megközelítés való nekünk. (Egyes emberek akkor érzik legjobban magukat, ha ötvözik a két módszert - olyan portfóliót hoznak létre, amelynek nagyobb része aktív, a kisebbik pedig passzív, vagy pont fordítva.)

Mindkét megoldás egyformán intelligens, és bármelyikkel sikeresek lehetünk - ám csak abban az esetben, ha eléggé jól ismerjük magunkat ahhoz, hogy kiválaszthassuk a nekünk megfelelőt, befektetési tevékenységünk teljes időtartama alatt ragaszkodni

¹ A fizikailag és szellemileg nehéz, illetve az érzelmileg igénybevevő befektetés közötti különbségtételről lásd a 8. fejezetet, továbbá Charles D. Ellis: *Three Ways to Succeed as an Investor*, Charles D. Ellis és James R. Vertin, eds., *The Investor's Anthology* (John Wiley & Sons, 1997), 72. oldal.

tudjunk hozzá, és képesek legyünk kontroll alatt tartani költségeinket és érzelmeinket. Graham az aktív és passzív befektetők megkülönböztetésével újból emlékeztet arra, hogy a pénzügyi kockázat nemcsak ott van jelen, ahol a legtöbben keresik - a gazdaságban vagy befektetéseinkben -, hanem saját magunkban is.

Bevállalod, vagy feladod?

Hogyan fogjon hát hozzá az óvatos befektető? Az első és legalapvetőbb kérdés, hogy mennyit fektessen részvényekbe, illetve mennyit tartson kötvényekben és készpénzben. (Érdemes megjegyezni, hogy Graham szándékosan az inflációról szóló fejezet után tárgyalta a kérdést, felvértezve az olvasót azzal az információval, hogy az infláció egyik legkomolyabb ellenségünk.)

Grahamnek a részvények és a kötvények közötti allokációval kapcsolatos fejtegetéseiben az a legmegdöbbentőbb, hogy egyszer sem említi az „életkor”-szót. Tanácsa így erőteljesen szembemegy a hagyományos bölcsességgel - amely azt tartja, hogy a vállalandó befektetési kockázat mértéke főként életkorunktól függ.² A tradicionális ökölszabály szerint vonjuk ki százból éveink számát, és akkor megkapjuk, hogy vagyunk hány százalékát fektessük részvényekbe, a többit pedig tartsuk kötvényekben vagy készpénzben. (Ez alapján egy 28 éves pénze 72 százalékát tenné részvényekbe, míg egy 81 éves csak a 19 százalékát.) Az 1990-es évek végére - sok egyébhez hasonlóan - ezek a számítások is túlfűtötté váltak. Egy 1999-ben megjelent népszerű könyv azt javasolta, hogy a 30 év alattiak pénzüket 95 százalékát tegyék részvényekbe - még akkor is, ha csupán „mérsékelt” kockázattűréssel rendelkeznek!³

Hacsak meg nem engedjük e tanács ötletgazdájának, hogy intelligenciahányadosunkból 100-at kivonjon, akkor éreznünk kell, hogy itt valami nem stimmel. Miért az életkornak kellene meghatároznia, hogy mennyi kockázatot vállalhatunk? Egy 89 éves nyugdíjas, 3 millió dollár értékű befektetéssel, tisztességes havi nyugdíjjal és egy rakás unokával bolond lenne pénzenagy részét kötvényekben tartani. Rengeteg jövedelme van, unokái előtt pedig (akik végül örökölni fogják a részvényeit) több évtizednyi befektetési időtáv áll. Ugyanakkor egy 25 éves, aki az esküvőjére és a lakásvásárláshoz szükséges önerőre gyűjt, örültséget követne el, ha minden pénzét részvényekbe fektetné. Ha a részvénypiac meredeken zuhanni kezd, nem lesz kötvényekből származó jövedelme, amivel ellensúlyozhatná az elszenvedett veszteséget - és fedezhetné a hátsóját.

Ráadásul életkortól függetlenül megeshet, hogy hirtelen pénzre van szükségünk - nem 40 év múlva, hanem egy órán belül! Minden különösebb figyelmeztetés nélkül elveszíthetjük a munkánkat, elválhatunk, lerokkanhatunk, vagy ki tudja, még milyen kellemetlen meglepetés érhet. A váratlan bárkire, bármilyen életkorban lesújthat. Éppen ezért valamennyi eszközt mindenképpen a készpénz kockázatmentes kikötőjében kell tartanunk.

² A Google több mint 30000 online hivatkozást dob fel az „age and asset allocation” (életkor és eszközallokáció) keresőkifejezésre.

³ James K. Glassman és Kevin A. Hassett, *Dow36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (Times Business, 1999), 250. oldal.

Kommentár az 1. fejezethez

Végül ne feledkezzünk meg arról, hogy sokan pontosan azért hagyják abba a befektetést, mert a részvénypiac lemegy. A pszichológusok kimutatták, hogy az emberek többsége alig képes ma megítélni azt, hogy miként fognak reagálni egy érzelmi töltéssel bíró jövőbeli eseményre.⁴ Amikor a részvényárak évente 15 vagy 20 százalékot emelkednek, ahogy tették azt az 1980-as és 1990-es években, könnyű azt hinni, én és a részvényeim egy életre egymáséi lettünk. Ám amikor azt látjuk, hogy minden befektetett dollárunk tíz centre zsugorodott, nehéz ellenállni a kísértésnek, hogy - a fenti képnél maradva - a kötvények és a készpénz biztonságos vizeire evezzünk. Ahelyett, hogy megvennénk és tartanánk a részvényeiket, sokan végül megveszik azokat drágán, majd eladják olcsón, és semmi mást nem tartanak, mint a fejüketa kezeik között. Mivel nagyon kevés befektetőben van meg a mersz, hogy eső piacon is kitartson a részvények mellett, Graham ragaszkodik ahhoz, hogy mindenki eszközeinek legalább 25 százalékát kötvényekben tartsa. Ez a puffer - érvel Graham - kellő bátorságot kölcsönöz, hogy pénzünk többi részét csökkenő árfolyamok esetén is részvényekben tartsuk.

Hogy pontosabban felmérjük, mennyi kockázatot vállalhatunk, gondoljuk végig jelenlegi élethelyzetünket és körülményeinket: mikor milyen változásokra számítunk, és mennyi pénzre lesz szükségünk ezek bekövetkezése esetén:

- Egyedülálló vagy házasok vagyunk? Mi házastársunk vagy partnerünk foglalkozása?
- Vannak-e gyerekeink, vagy tervezzük, hogy lesznek? Mikortól kell a tandíjukat fizetnünk?
- Fogunk pénzt örökölni, vagy mi fogjuk anyagilag támogatni idősödő, betegeskedő szüleinket?
- Milyen tényezők befolyásolják munkahelyi karrierünket? Ha bankban vagy az ingatlan szakmában dolgozunk, a kamatlábak emelkedése esetén akár el is veszíthetjük állásunkat. Ha a vegyiparban foglalkoztatnak bennünket, az olajárak emelkedése igen rossz hír lehet számunkra.
- Amennyiben önfoglalkoztatás keretében dolgozunk, hogyan muzsikálnak a miénkhez hasonló vállalkozások?
- Szükség van arra, hogy befektetéseink hozamával kiegészítsük munkajövedelmünket? (Általános igazság: a kötvények alkalmasak erre, a részvények nem.)
- Ha adott a havi fizetésünk és kiadásaink, mennyit engedhetünk meg magunknak, hogy elveszítsünk a befektetéseinken?

Ha - azt követően, hogy választ adtunk a fenti kérdésekre, és mérlegeltük ezeket a tényezőket - úgy érezzük, hogy képesek vagyunk vállalni a részvénybirtoklásban rejlő eredendően nagyobb kockázatot, akkor Graham „25 százalék kötvényekben vagy készpénzben” csoportjába tartozunk. Ha nem, akkor tartózkodjunk a részvényektől, és kormányozzuk portfóliónkat a „75 százalék kötvényben és készpénzben” stratégia irányába. (Akit érdekel, hogy milyen esetekben növelhetjük részvénybefektetéseink részarányát 100 százalékra, olvassa el a 86. oldalon lévő *keretes írást*.)

4 Lebilincselő olvasmányt találunk erről a pszichológiai jelenségről Daniel Gilbert és Timothy Wilson „Miswanting” című tanulmányában, amelyet a <http://www.wjh.harvard.edu/~dtg/gilbert.htm> címről szerezhetünk be.

Kommentár az 1. fejezethez

Ha egyszer meghatároztuk a megfelelő célszázalékokat, csakis életkörülményeink változása esetén igazítsunk rajtuk. Ne vásároljunk több részvényt azért, mert a részvényt piac felment; és ne adjuk el őket azért, mert lement. Graham megközelítésének a lényege, hogy találgatás helyett őrizzük meg fegyelmességünket. Szerencsére a 401 (k) nyugdíj-takarékossági számla lehetővé teszi, hogy egyszerűen állandó robotpilóta üzemmódra kapcsoljuk portfoliónkat. Tegyük fel, hogy hajlandók vagyunk viszonylag magas szintű kockázatot vállalni - mondjuk, pénzeszközeink 70 százalékát részvénybe fektetjük, 30 százalékát pedig kötvényben tartjuk. Amennyiben a részvényt piac 25 százalékot emelkedik (de a kötvények szinten maradnak), portfoliónk kicsivel kevesebb mint 75 százaléka lesz részvényekben, és csupán negyede kötvényekben.⁵ Látogassunk el nyugdíj-takarékossági számlánk weboldalára (vagy hívjuk az ügyfélszolgálat ingyenes számát), és adjunk el annyi részvényt, ami a 70:30 arányú felosztás helyreállításához szükséges. A lényeg, hogy az egyensúlyt kiszámítható és nyugodt módon állítsuk vissza - ne olyan gyakran, hogy az idegbaj szélére sodorjuk saját magunkat, és ne olyan ritkán, hogy túlzottan eltávolodjunk céljainktól. Azt javaslom, hogy az átsúlyozást hathavonta végezzük el, könnyen megjegyezhető időpontokban (például karácsonykor és július 4-én⁶).

I

Miért ne 100 százalékot részvényekbe?

Graham azt javasolja, hogy soha ne fektessük eszközeink több mint 75 százalékát részvényekbe. Ám valóban *senkinek* sem tanácsolható az, hogy minden pénzét a részvényt piacra vigye? A befektetőkegy szűk szegmensének a 100 százalékban részvényeket tartalmazó portfólió is ésszerű lehet. Közéjük tartozunk, ha:

- elegendő félretett pénzzel rendelkezünk ahhoz, hogy legalább egy évig eltartsuk családjunkat;
- tartósan, legalább 20 évre szándékozunk befektetni;
- túléltek a 2000-ben kezdődött medve piacot;
- nem adtuk el részvényeket a 2000-ben kezdődött medve piacon;
- több részvényt vásároltunk a 2000-ben kezdődött medve piacon;
- elolvastuk a könyv 8. fejezetét, és formális tervünk van arra, hogyan tartjuk ellenőrzés alatt saját befektetői viselkedésünket.

Ha nem tudunk őszintén igennel válaszolni ezekre a kérdésekre, akkor semmi okunk nincs arra, hogy minden pénzünket részvényekbe fektessük. Azt, aki pánikba esett az előző medve piacon, a következő is páni félelem be fogja ejteni - és nagyon meg fogja bánni, hogy nem tud a készpénzzel vagy kötvényekkel teli párnája mögé bújni.

5 Az egyszerűség kedvéért a példában azzal a feltevéssel élünk, hogy a részvényárak emelkedése egy pillanat alatt megtörtént.

6 Amerikai nemzeti ünnep, a függetlenség napja.

Kommentár az 1. fejezethez

Ennek a rendszeres időközönként végrehajtandó átsúlyozásnak abban rejlik a szépsége, hogy befektetési döntéseinket egy egyszerű, objektum mérőszámra alapozzuk - „több részvényem/kötvényem van, mint amennyit a terv előír?”-, így nem kell jóslásba bocsátkoznunk arra vonatkozóan, hogy merre tartanak a kamatok, és vajon mikor kezd szabadesésbe a Dow. Egyes alapkezelők - köztük a T. Rowe Price - várhatóan rövid időn belül olyan szolgáltatással állnak elő, amelyek előre meghatározott céljaink alapján automatikusan átsúlyozzák nyugdíj-takarékossági számlán lévő portfóliónkat, így többé egyetlen aktív döntést sem kell majd meghoznunk.

A kötvénybefektetés összes csínja-bínja

Graham idejében a kötvénybefektetők két alapvető választás előtt álltak: adóköteles vagy adómentes? Rövid vagy hosszú lejáratú? Napjainkban egy harmadik kérdésben is dönteni kell: kötvények vagy kötvényalapok?

Adóköteles vagy adómentes? Amennyiben nem a legalsó adósávba esünk⁷, a nyugdíj-takarékossági számlánkat leszámítva kizárólag adómentes (önkormányzati) kötvényeket érdemes vásárolnunk. Ellenkező esetben kötvényjödelmünk jelentős része az adóhivatal kasszáját gyarapítja. Az adóköteles kötvények kizárólag a nyugdíj-takarékossági vagy egyéb adómentességgel védett számlán vannak jó helyen, ahol nem kell jödelmünk után adót fizetni - és éppen ezért az önkormányzati kötvényeknek semmi keresnivalójuk itt, mivel adóelőnyük kárba veszne.⁸

Rövid vagy hosszú lejáratú? A kötvények és a kamatlábak a mérleg két különböző serpenyőjében helyezkednek el. Ha a kamatlábak emelkednek, a kötvényárak esnek - habár a rövid lejáratú kötvények árfolyama sokkal kisebb mértékben, mint a hosszú lejáratúaké. Ha viszont a kamatok esnek, a kötvényárfolyamok fognak emelkedni - és a hosszú lejáratú papírok jobban fognak teljesíteni, mint a rövid futamidejűek.⁹ A legegyszerűbb köztes megoldás közepes lejáratú - 5 - 10 éves futamidőjű - kötvények vásárlása, amelyek a mérleg nyelvénekelmozdulásakor egyik irányban sem fognak túlzott mértékben kilengeni. A legtöbb befektető számára a közepes lejáratú kötvények jelentik a legegyszerűbb választást, mivel mentesítenek a találgatásoktól, hogy miként fognak mozogni a kamatok.

7 A 2003-as adóévben az Egyesült Államokban a legalsó szövetségi adósávba a 28 400 dollárnál kevesebb jövedelemmel rendelkező egyedülálló vagy a legfeljebb 47 450 dollárt kereső (és adóbevallásukat közösen benyújtó) házaspárok tartoztak.

8 Kiváló, az önkormányzati és adóköteles kötvények adózás utáni jövedelmének összehasonlítását segítő online kalkulátor található a <http://www.investingmbonds.com/caks/taxcalculator/taxcolcform.aipx> oldalon. Hogy eldönthessük, megfelelő-e számunkra valamely önkormányzati kötvény, keressük meg a kalkulátorok által számított „adóköteles egyenértékes hozam” értékét, majd hasonlítsuk össze ezt az államkötvények jelenlegi hozamával (<http://money.cnn.com/data/bonds/> vagy <http://www.bloomberg.com/markets/>). Ha az államkötvények hozama magasabb, mint az adóköteles egyenértékes hozam, az önkormányzati kötvények nem nekünk valók. Mindentől függetlenül érdemes megjegyezni, hogy az önkormányzati kötvényeket és alapokat az adóköteles kötvények nagy részénél alacsonyabb jövedelem és nagyobb áringadozások jellemzik. Ráadásul a közepes jövedelmű amerikaiak immár jelentős hányadát érintő alternatív minimális adó (Alternative Minimum Tax, AMT) semmissé teheti az önkormányzati kötvények adózási előnyeit.

9 Kiváló bevezetést olvashatunk a kötvénybefektetésekhez a <http://money.cnn.com/pf/101/lessons/7/> oldalon. A kamatláb változásának kockázatát lépcsőzetes lejáratú kötvényportfólió kialakításával is kezelhetjük.

Kötvények vagy kötvényalapok? Tekintettel arra, hogy a kötvényeket általában 10 000 dolláros egységekben árulják, és legalább tízféle kötvény szükséges a nemfizetés kockázatának diverzifikálására, nem sok értelme van az egyedi kötvények vásárlásának, ha nincs legalább 100 000 dollárnyi befektethető tőkénk. (Ez alól csak az amerikai állampapírok jelentenek kivételt, amelyek esetében a csőd kockázatát teljes egészében eltünteti a tény, hogy a papírok mögött az amerikai állam áll.)

A kötvényalapok olcsó és egyszerű megoldást kínálnak a diverzifikálásra, ráadásul az alpból származó havi jövedelmet kényelmesen és jutalékmentesen, az aktuális árfolyamon tudjuk befektetni. A legtöbb befektető számára a kötvényalapok sokkal több előnyt nyújtanak, mint az egyedi kötvények (az állampapírok és egyes önkormányzati kötvények kivételével). Az olyan nagy cégek, mint a Vanguard, a Fidelity, a Schwab és a T. Rowe Price alacsony költség mellett kínálják a kötvényalapok széles választékát.¹⁰

A kötvénybefektetők választási lehetőségei gombamód szaporodnak, érdemes tehát felrészíteni Graham az elérhető instrumentumokat bemutató listáját. 2003-ban a kamatláb olyan alacsonyra esett, hogy a befektetők teljesen ki vannak éhezve a hozamra, ám arra mindig meglesznek a módszerek, hogy kamatjövedelmünket túlzott kockázat vállalása nélkül növeljük meg. A 4.1. ábra az egyes lehetőségek előnyeit és hátrányait mutatja be.

Most pedig tekintsük át a kötvénybefektetések néhány olyan típusát, amelyek különleges igényeket képesek kielégíteni.

A készpénz sem megvetendő

Hogyan lehet nagyobb jövedelmet kisajtolni készpénzünkből? Az intelligens befektetőnek érdemes mérlegelni a váltás lehetőségét az elmúlt időszakban sovány hozamokat produkáló letéti jegyekről és pénzüpi számlákról az alábbi alternatívákra:

Az **állampapírok**, mivel az amerikai kormányzat kötelezettségei, gyakorlatilag egyáltalán nem hordoznak hitelkockázatot - hiszen adósságai vissza nem fizetése helyett a jó öreg Sam bácsi bármikor megemelheti az adókat vagy tetszés szerint több pénzt nyomtathat. Az államkincstárjegyek 4,13 vagy 26 hetes lejáratúak. Rövid futamidejűeknek köszönhetően alig érzik meg, amikor az emelkedő kamatlábak a többi kötvénybefektetés árfolyamát a padlóra küldik. Az állampapírok kamatjövedelme jellemzően mentes az állami jövedelemadó alól (a szövetségi adó alól azonban nem). És mivel a papírok 7,3 billió dollár értékben vannak közkézen, az állampapírok piaca olyan hatalmas, hogy bármikor könnyűszerrel találunk vevőt, ha lejárat előtt szükségünk van a pénzre. Az államkincstárjegyeket, a rövid és hosszú lejáratú államadósságjegyeket közvetlenül a kormányzattól, brókerdíjak nélkül is megvásárolhatjuk a www.publicdebt.treas.gov weboldalon. (Az infláció ellen védő TIPS-értékpapírokról lásd a 2. fejezet kommentárját.)

Az állampapírokkal ellentétben a **takarékkötvények** nem piacképesek; nem adhatjuk el őket más befektetőnek, és amennyiben öt éven belül visszaváltjuk őket, három hónap kamatát veszítjük el. Így elsősorban „félretett pénzként”, a jövőbeli tervezett

10 További információ: www.vanguard.com, www.fidelity.com, www.schwab.com és www.troweprice.com.

Típus	Lejárat	Minimális vásárolható mennyiség (dollár)	Csödkockázat	Kamat-növekedés esetén a kockázata	Lejárat előtti értékesíthetőség	Mentesség az állami jövedelemadó alól	Mentesség a szövetségi jövedelemadó alól	Referencia-hozam (benchmark)	Hozam 2002. december 31-én
Államkincstárjegy	Kevesebb mint egy 1 év	1000(0)	Rendkívül alacsony	Nagyon alacsony	Kiváló	igen	Nem	90 napos	1,2
Államadósságjegy	Egy és 10 év között	1000(D)	Rendkívül alacsony	Mérsékelt	Kiváló	Igen	Nem	5 éves	2,7
								10 éves	3,8
Államkötvény	10 év felett	1000(D)	Rendkívül alacsony	Magas	Kiváló	Igen	Nem	30 éves	4,8
Takarékkötvények	Maximum 30 év	25 (D)	Rendkívül alacsony	Nagyon alacsony	Nehézkes	Igen	Nem	1995 májusa után vásárolt EE kötvénysorozat	4,2
Letéti jegyek	Egy hónap és 5 év között	Általában 500	Nagyon alacsony; 100 000 dollárig biztosítva	Alacsony	Nehézkes	Nem	Nem	1 éves országos átlag	1,5
Pénzpiaci alapok	39/ nap vagy kevesebb	Általában 2500	Nagyon alacsony	Alacsony	Kiváló	Nem	Nem	Adóköteles pénzpiaci átlag	0,8
Jelzáloghitel	Egy és 30 év között	2000-3000 (F)	Általában mérsékelt, de magas is lehet	Mérsékelt vagy magas	Közepes vagy nehézkes	Nem	Nem	Lehman Bros. MBS Index	4,6
Önkormányzati kötvények	Egy és 30 év között vagy még hosszabb	5000 (D); 2000-3000 (F)	Általában mérsékelt, de magas is lehet	Mérsékelt vagy magas	Közepes vagy nehézkes	Nem	Igen	Országos hosszú lejáratú befektetési alapok átlaga	4,3
Elsőbbségi részvények	Végtelen	Nincs	Magas	Magas vagy alacsony	Közepes	Nem	Nem	Nincs	Rendkívül változó
Magas hozamú („bővli”) kötvények	Hét és 70 év között	2000-3000 (F)	Magas	Mérsékelt	Nehézkes	Nem	Nem	Merrill Lynch High Yield Index	11,9
Feltörekvő piaci adósság	Maximum 30 év	2000-3000 (F)	Magas	Mérsékelt	Nehézkes	Nem	Nem	Feltörekvő piaci kötvényalapok átlaga	8,8

Források: Bankrate.com, Bloomberg, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morningstar, www.savingsbonds.gov

Megjegyzések: (D): közvetlen vásárlás esetén. (F): befektetési alapon keresztül vásárolva. A „Lejárat előtti értékesíthetőség” azt mutatja, hogy mennyire lehet az eszközöket a lejárat előtt megfelelő áron eladni; a befektetési alapok jellemzően könnyebben értékesíthetők, mint az egyedi kötvények. Az FDIC-tagbankoknál vásárolt pénzpiaci alapokat a szövetségi állam 100 000 dollár értékhatárig biztosítja, ám ettől eltekintve csak implicit biztosíték van arra, hogy nem veszítenek értékükből. (Az FDIC az amerikai szövetségi betétbiztosítási társaság.) A takarékkötvények utáni szövetségi jövedelemadó megfizetése visszaváltásig vagy lejáratig halasztható. Az önkormányzati kötvények jellemzően csak azokban az államokban mentesek az állami jövedelemadó alól, ahol kibocsátották őket.

Kommentár az 1. fejezethez

kiadásokra használhatók fel - például egy több év múlva esedékes családi ünnepen ajándékként vagy kisbabánk születésekor ilyenformán kezdetünk el gyűjteni a Harvard Egyetem tandíjára. Már rendkívül alacsony címletben - 25 dollártól - elérhetők, így unokáknak szánt ajándéknak is tökéletesen megfelelnek. Azoknak a befektetőknek, akik rendelkeznek olyan pénzüsszeggel, amelyre az elkövetkező években biztosan nem lesz szükségük, mostanában vonzó, 4 százalék körüli hozamot kínálnak az inflációindexált kötvények, az „I-kötvények” (I-bond). (További információért lásd www.savingsbonds.gov.)

Sam bácsin túl

Jelzálog-értékpapírok. Ezeket a több ezer egyesült államokbeli jelzáloghitelből összeállított kötvényeket olyan ügynökségek bocsátják ki, mint a Federal National Mortgage Association (Országos Szövetségi Jelzáloghitel-társulás, közkeletű amerikai nevén „Fannie Mae”) vagy a Government National Mortgage Association (Országos Kormányzati Jelzáloghitel-társulás, „Ginnie Mae”). Mivel nem áll mögöttük az amerikai pénzügyminisztérium, magasabb hozammal értékesítik őket, tükrözendő a nagyobb kockázatukat. A jelzáloghitel-kötvények csökkenő kamatkörnyezetben általában alulteljesítenek, a kamatszint emelkedésekor azonban robbantanak. (Hosszabb távon ezek az ingadozások kiegyenlítik egymást, és a magasabb átlagos hozam kifizetődik.; Kiváló jelzáloghitel-kötvényalapok közül választhatunk a Vanguard, a Fidelity és a Pimco alapkezelőknél. Ám ha egy bróker bármikor is egyedi jelzáloghitel-kötvényt vagy CMO-t (jelzálogpapírral fedezett adóssághitelezvényt) próbál meg eladni nekünk, hagyjuk ott azzal az ürüggyel, hogy proktológusunk rendelésére kell sietnünk.

Életjáradékok. Ezekkel a biztosításszerű befektetésekkel készlethelyettesítjük adófizetési kötelezettségeinket, és rendszeres időközönként esedékes jövedelemre tehetünk szert nyugdíjba vonulásunk után. A fix összegű életjáradékok adott megtérülési rátájú befektetések, míg a változó összegűek ingadozó hozamot kínálnak. Ám ezek esetében az óvatos befektetőnek leginkább a rámenős biztosítási ügynökökkel, brókerekkel és pénzügyi tanácsadókkal szemben kell védekeznie, akik arcátlanul magas költségekkel próbálják rászógni az életjáradékokat. Az életjáradék birtoklásának magas költségei - köztük a „visszavásárlási díjak” amelyek korai kivétel esetén aggasztó mértékűek lehetnek - meghaladhatják annak előnyeit. A piacon lévő kevés jó életjáradékot pedig megvásárolják, nem pedig eladják; ha az életjáradék bőséges jutalékot hoz az eladónak, a vevő jó eséllyel csak szerény eredményekre számíthat. Csak olyan életjáradékot érdemes egyáltalán komolyan megvizsgálni, amelyet közvetlenül az alacsony költségekkel dolgozó szolgáltatótól (például Ameritas, TIAA-CREF vagy Vanguard) vásárolhatunk meg.¹¹

¹¹ A változó összegű életjáradékok általában nem valók ötven év alatti befektetőknek, akik nyugdíjaskorukban várhatóan magas adószámba fognak esni, vagy akik nem teljes mértékben használták ki a nyugdíj-takarékossági számlájuk kínálta adókedvezményt. A rögzített összegű életjáradékok (a figyelemreméltó TIAA-CREF-életjáradékok kivételével) módosíthatják „garantált” hozamukat, és arcátlan mértékű visszavásárlási díjaikkal kellemetlen meglepetéseket okozhatnak. Az életjáradékok alapos és objektív elemzését találjuk két kiváló cikkben: Walter Updegrave: „Income for Life” *Money*, 2002. július, 89-96. oldal és „Annuity Buyer’s Guide” *Money*, 2002. november, 104-110. oldal.

Kommentár az 1. fejezethez

Elsőbbségi részvények. Az elsőbbségi részvények a két alapvető értékpapírtípus, a részvény és a kötvény rossz tulajdonságait egyesítik. Kevésbé biztonságosak, mint a kötvények, mivel csődeljárás esetén a hitelezők megelőzik a részvényesek a kielégítési sorrendben. És kisebb nyereségpotenciállal rendelkeznek, mint a törzsrészvények, mert a vállalatok a kamatszint esése vagy hitelminősítésük javulása esetén jellemzően „visszahívják” (vagy erőből visszavásárolják) elsőbbségi részvényeiket. Ráadásul a legtöbb kötvény után fizetett kamatokkal ellentétben az elsőbbségi részvényeket kibocsátó társaság az elsőbbségi részvények után kifizetett osztalékot nem vonhatja le a társasági adó alapjából. Tegyük fel magunknak a kérdést: ha a vállalat elég jó pénzügyi állapotban van ahhoz, hogy kiérdemelje a befektetésünket, akkor miért fizet zsiros osztalékot az elsőbbségi részvények után ahelyett, hogy kötvényeket kibocsátva adóelőnyhöz jutna? A válasz valószínűleg az, hogy a vállalat nincs is olyan jó állapotban, kötvényeinek piaca befagyott, ezért elsőbbségi részvényeihez olyan óvatosan érdemes közelíteni, mint egy több napja döglött halhoz.

Törzsrészvények. A <http://screen.yahoo.com/stocks.html> oldalon elérhető részvény-szűrő alkalmazás 2003 elején azt adta ki, hogy a Standard & Poor's 500 indexben lévő részvények közül 115-nek volt legalább 3,0 százalék az osztalékhozama. Az intelligens befektető, bármennyire is kiéhezett a hozamra, soha nem vásárolna részvényt kizárólag annak osztalékjövedelme miatt; a vállalatnak és üzletvitelének stabilnak, a részvény-árfolyamának pedig ésszerűnek kell lennie. Ám a 2000-ben kezdődött medve piacnak köszönhetően egyes vezető részvények hozama immár meghaladja az államkötvényekét. Ezért az intelligens befektetőnek fel kell ismernie, hogy ha kizárólag vagy túlnyomórészt kötvényekből álló portfólióját gondosan megválogatott részvényekkel egészíti ki, *növekedhet* annak hozama - és megemelkedik a hozampotenciálja.¹²

12 Az osztalékoknak a portfólióban betöltött szerepéről bővebben szóiunka 19. fejezetben.

5. FEJEZET

Az óvatos befektető és a részvények

A részvények befektetési előnyei

Könyvünk első kiadásában (1949) ennél a pontnál hosszabb magyarázatot éreztünk szükségesnek arra vonatkozóan, hogy miért érdemes minden befektetési portfóliónak jelentős részvénykomponenst tartalmaznia.* A részvényeket általánosságban rendkívül spekulatív és ezért nem biztonságos eszköznek tekintették; az 1946-os magas szintjükről ezek a papírok jelentős mértékben visszaestek, de ahelyett, hogy alacsonyabb áruk vonzotta volna a befektetőket, az esés épp ellenkező hatást váltott ki, és aláásta a részvényekbe vetett bizalmat. Már szó esett a következő 20 évben bekövetkezett, ezzel ellentétes folyamatról, amikor a részvényárak hatalmas emelkedése olyan rekordmagasságú árfolyamok mellett keltette a biztonságos és nyereséges befektetés érzetét, amelyek valójában már jelentős mértékű kockázatot hordoztak magukban."

Két tényező szólt a részvények mellett az 1949-es érvelés szerint. Az egyik, hogy ezek nagymértékben megvédik a befektető pénzét az infláció okozta értéktelenedéstől, míg a kötvények ilyen védelmet egyáltalán nem nyújtanak. A részvények másik előnye pedig abban rejlik, hogy hosszú évek alatt a befektetők magasabb átlaghozamra számíthatnak. Ez egyrészt a jó kötvények hozamát meghaladó átlagos osztalékjövedelemnek, másrészt pedig annak köszönhető, hogy a papírok piaci értéke nő a fel nem osztott nyereség újbóli befektetésével.

Bár mindkét előny rendkívül fontos - és a múltban hosszú távon sokkal jobb eredményekhez segítették a részvényeket, mint a kötvényeket -, többször is figyelmeztettük az olvasót, hogy könnyen elvésznek, ha a befektető túl magas árat

* 1949 elején a részvényeknek az előző 20 év alatt produkált éves átlagos hozama 3,1 százalék volt a hosszú lejáratú államkötvények 3,9 százalékával szemben - vagyis ez időszak alatt a részvényekbe fektetett 10000 dollár 18 145 dollárra, kötvények esetén pedig 21494 dollárra növekedett volna. Szinte természetes, hogy 1949 utólag kiváló időpontnak bizonyult a részvényvásárlásra: a következő évtizedben a Standard & Poor's 500 részvényindex évente átlagosan 20,1 százalékot emelkedett, ami az amerikai részvénypiac történelmének egyik legnagyobb hosszú távú hozama volt.

** Graham korábbi kommentárját a témáról a 14-15. oldalon találjuk. Képzeld el, vajon hogyan vélekedett volna a részvénypiacról az 1990-es évek végén, amikor a rekordmagasságot elérő részvényárakat annak „bizonyosságának” tekintették, hogy a részvények jelentik a meggazdagodáshoz vezető kockázatmentes utat!

Az óvatos befektető és a részvények

fizet a részvényeiért. Egyértelműen ilyen helyzet alakult ki 1929-ben, ami után a piacnak 25 évre volt szüksége ahhoz, hogy visszakússzon arra a szintre, ahonnan 1929 és 1932 között oly végzetesen lezuhant.' A részvények 1957 óta - a magas áraknak köszönhetően - ismét elvesztették a kötvények kamatlábát meghaladó osztalékhozamból eredő előnyüket." Majd kiderül, hogy a jövőben az inflációs tényező és a gazdasági növekedés tényezője képesek lesznek-e ellentételezni ezt a rendkívül negatív fejleményt.

Szeretnénk nyilvánvalóvá tenni a kedves olvasó számára, hogy az 1971 végén tapasztalt 900 pontos DJIA-szint mellett általánosságban egyáltalán nem lelkesedünk a részvények iránt. Korábban már említett okok miatt** azonban úgy érezzük, hogy az óvatos befektető nem engedheti meg magának, hogy portfóliója ne tartalmazzon érzékelhető arányban részvényeket, még akkor sem, ha a részvényeket kénytelen a két rossz közül a kisebbiknek tekinteni - a nagyobbik rossz a kizárólag kötvényekből álló portfólió kockázata.

A részvénykomponensre vonatkozó szabályok

Az óvatos befektető portfóliójába viszonylag egyszerűen kiválaszthatók a részvények. Az alábbi négy szabályt érdemes követni ehhez:

1. Megfelelő, de nem túlzott szintű diverzifikálást kell megvalósítani. Ez minimum tíz és maximum harminc különféle papír tartását jelenti.""

* 1929. szeptember 3-án a Dow Jones Industrial Average 381,17 ponton, rekordmagasságban zárt. Ezt a szintet 1954. november 23-án, vagyis több mint negyedszázad múlva sikerült 382,74 pontot elérve túlszárnyalnia. (Amikor „hosszú távra” készülünk részvényt vásárolni, felmérjük, hogy milyen hosszú is tud lenni ez a hosszú táv? Vagy belegondoltunk már abba, hogy sok, 1929-ben bevásárló befektető 1954-ben már nem is élt?) Azonban a türelmes befektetők, akik visszaforgatták befektetéseik jövedelmét, pozitív részvényhozamot realizáltak ebben az egyébként gyászos időszakban is, egyszerűen azért, mert az átlagos osztalékhozam évi 5,6 százalékot tett ki. A London Business School oktatói, Elroy Dimson, Paul Marsh és Mike Staunton kiszámolták, hogyha 1900-ban 1 dollárt fektettünk volna amerikai részvényekbe, és az osztalékait elköltöttük volna, akkor 2000-re 198 dollárra nőtt volna részvényportfólióink értéke. Ám ha az osztalékokat újra befektettük volna, akkor részvényportfólióink 16 797 dollárt ért volna! Egyáltalán nem túlzás azt állítani, hogy az osztalékok adják a részvénybefektetés legnagyobb erejét.

** Miért befolyásolják a „magas részvényárak” a papírok osztalékhozamát? A részvény osztalékhozama egyszerűen az osztalék összege osztva egy darab törzsrészvény árfolyamával. Ha egy társaság 2 dollár osztalékot fizet, és a részvényárfolyam 100 dollár, akkora hozam 2 százalék. Ám ha változatlan osztalékszint mellett a részvényár a kétszeresére nő, az osztalékhozam 1 százalékra esik. 1959-ben, amikor a Graham által 1957-ben felismert trend mindenki számára nyilvánvalóvá vált, a legtöbb Wall Street-i szakértő azt állította, hogy ez sokáig nem maradhat így. A részvények korábban soha nem hoztak a kötvényeknél kevesebbet; hiszen a részvények végeredményben kockázatosabbak, mint a kötvények, miért vásárolná azokat bárki is, ha az extra osztalékjövdelem nem ellentételezné a nagyobb kockázatot? A szakértők azzal érveltek, hogy a kötvények legfeljebb pár hónapig fogják felülmúlni a részvényeket, ezt követően a dolgok visszatérnek „normál” kerékvágásukba. Több mint négy évtized telt már el azóta, de a hozamok közötti kapcsolat még mindig nem tért vissza a normálhoz; a részvények hozama (ez idáig) folyamatosan a kötvényeké alatt maradt.

Lásd 45. és 72-73. oldal.

**** A diverzifikálás egy másik szempontjáról olvashatunk a 14. fejezet kommentárjai között található keretes írásban (301. oldal).

Az intelligens befektető

2. Nagy, a figyelem középpontjában lévő és konzervatív módon finanszírozott vállalatokat válasszunk ki. Még ha ezek a jelzők nem túl konkrétak is, az általános értelmük mindenki számára világos. Az ezzel a ponttal kapcsolatos további észrevételeinket a fejezet végén közöljük.

3. Minden kiszemelt vállalat rendelkezék hosszú, folyamatos osztalékfizetési múlttal. (1971-ben a Dow Jones Industrial Average index összes papírja megfelelt ennek az osztalékokra vonatkozó feltételnek.) De fogalmazzuk meg kicsit pontosabban ezt a feltételt: azt javasoljuk, hogy a legalább 1950 óta folyamatosan osztalékot fizető vállalatok közül válasszunk.¹

4. A befektetőnek mindenképpen valamilyen határértéket kell meghatározni arra nézve, hogy milyen árat hajlandó fizetni egy részvényért az adott vállalat elmúlt - mondjuk - hét évében elért átlagos nyereségéhez viszonyítva. Azt javasoljuk, hogy ez a határ ezen időszak átlagos nyereségének 25-szöröse, illetve az utolsó tizenkét hónap nyereségének 20-szorosa közül az alacsonyabb legyen. Ám egy ilyen korlátozás a legerősebb és legnépszerűbb vállalatok szinte mindegyikét kirekeszti a portfólióból. Mindenképpen kizárjuk a „növekedési részvények” gyakorlatilag teljes kategóriáját, amelyek az elmúlt években a spekulánsoknak és az intézményi befektetőknek is a kedvenceik lettek. Meg kell indokolnunk, hogy miért javasolunk mégis ilyen drasztikus korlátozást.

A növekedési részvények és az óvatos befektető

A „növekedési részvény” kifejezéssel olyan papírokat szokás illetni, amelyeknél az egy részvényre jutó nyereség előző időszakbeli növekedése jócskán meghaladta a többi részvényét, és ez a növekedés várhatóan a jövőben is folytatódni fog. (Egyes szaktekintélyek egyenesen azt állítják, hogy a valódi növekedési részvények esetében tízéves időtávon belül minimum arra számíthatunk, hogy megkétszerezik az egy részvényre jutó nyereségüket - vagyis az átlagosan több mint évi 7,1 százalékkal fog nőni.)² Nyilvánvalóan vonzó dolog ilyen részvényeket vásárolni és birtokolni, feltéve, hogy nem fizetünk értük túlzott árat. A probléma természetesen pontosan ebben rejlik, hiszen a növekedési részvények a jelenlegi nyereségükhöz képest régóta magas áron, az előző időszakbeli átlagos nyereségük sokszoros szintjén forognak. Mindez jelentős mértékű spekulatív tényezőt hoz az összképbe, és egyáltalán nem teszi egyszerűvé az ezekben a papírokba történő befektetést.

* Korunk óvatos befektetője számára minden bizonnyal elegendő lenne a legalább 10 éves folyamatos osztalékfizetés is (amivel a Dow Jones Industrial Average papírjai közül mindössze egyet, a Microsoftot zárnánk ki, az S&P 500 indexből pedig legalább 317 részvény maradna a válogatáshoz). Még a 20 éves, megszakítás nélküli osztalékfizetés elvárása sem lenne túlságosan korlátozó; a Morgan Stanley szerint 2002 végén az S&P 500 papírjai közül 255 vállalat felelt meg ennek a feltételnek.

** A „72-es szabály” ügyes kis eszköz a fejben számoláshoz. Ha szeretnénk megbecsülni, hogy mennyi ideig tart, amíg egy pénzüsszeg megduplázódik, egyszerűen osszuk el a 72-t a becsült növekedési ütemmel. Évi 6 százalékos növekedés mellett ehhez 12 évre van szükség (72 osztva 6-tal = 12). A növekedési részvények a Graham által említett 7,1 százalék esetében kicsivel több mint 10 év alatt kétszerezik meg nyereségüket (72/7,1 = 10,1 év).

Az óvatos befektető és a részvények

A vezető növekedési részvény már jó ideje az International Business Machines, amely csodás hozammal jutalmazta azt, aki évekkal ezelőtt megvette és rendületlenül tartotta a papírt. Ám már említettük, hogy ez az egyik „legjobb részvény” 50 százalékot veszített piaci árából az 1961-62-es visszaesés hat hónapja során, és majdnem ugyanilyen mértékű zuhanást szenvedett el 1969-70-ben is. Más növekedési részvények még sebezhetőbbnek bizonyultak a negatív piaci fejleményekkel szemben; egyes esetben nem csupán árfolyamuk, hanem nyereségük is visszaesett, ami duplán okozott kellemetlenséget a részvénytulajdonosoknak. Egy másik kiváló példa mondanivalónk alátámasztására a Texas Instruments, amelynek árfolyama hat év alatt osztalékfizetés nélkül emelkedett 5 dollárról 256 dollárra, miközben az egy részvényre jutó nyereség 40 centről csupán 3,91 dollárra nőtt. (Jól látható, hogy az árfolyam ötször olyan gyorsan növekedett, mint a nyereség; ez igen jellemző a népszerű részvényekre.) Ám két évvel később a nyereség majdnem 50 százalékkal visszaesett, a részvény pedig 49 dollárra zuhanva elvesztette értékének *negyötödét*.”

Az olvasó ezekből a példákból megértheti, hogy miért tekintjük a növekedési részvényeket egészében véve túl bizonytalanoknak és kockázatosnak az óvatos befektető számára. Természetesen csodákat lehet elérni a megfelelő vállalatokat egyedileg kiválasztva, papírjaikat a megfelelő árszinten megvásárolva és őket a hatalmas emelkedés után, de még a várható visszaesés előtt eladva. Ám az átlagos befektető számára ez nem sokkal egyszerűbb, mint pénztermő fákat találni. Ezzel szemben úgy gondoljuk, hogy a viszonylag népszerűtlen, és ezért elfogadható és reális P/E értéken* megvásárolható nagy vállalatok papírjai kiváló választást jelenthetnek a nagyközönség számára. A portfólió kiválasztásával foglalkozó fejezetben fogjuk részletesen kifejteni ezt az ötletünket.

A portfólió változtatásai

Ma már bevett gyakorlat, hogy a portfóliót alkotó értékpapírokat rendszeres időszakonként megvizsgálva meggyőződünk arról, hogy lehet-e javítani a csomag összetételén. Ez természetesen a befektetési tanácsadóktól kapott szolgáltatás részét képezi. Szinte az összes bróker cég hajlandó arra, hogy - külön díj nélkül, a normál üzleti jutalékok fejében - ilyen jellegű ajánlásokat tegyen. Egyes

* Graham a 59. oldalon teszi ezt a megállapítást.

** Graham megfigyeléseinek örökérvényűségét bizonyítja, ha az IBM helyett a Microsoftra, a Texas Instruments helyett pedig a Ciscóra gondolunk. Harminc évvel később háttorzongatóan hasonló eredményeket látunk: a Microsoft részvénye 2000 és 2002 között 55,7%-ot esett, míg a Ciscóé - amely durván hatszorosára nőtt az előző hat évben - értéke 76 százalékát veszítette el ugyanebben az időszakban. Ahogy a Texas Instruments-nél, úgy a Ciscónál is a részvényárfolyam esésének mértéke meghaladta a nyereségét, amely „csupán” 39,2 százalékkal zsugorodott (ha az 1997-1999-es időszak átlagát a 2000-2002 közötti időszakéhoz hasonlítjuk). Itt is igaz, hogy magasról lehet nagyot zuhanni.

*** A P/E, vagyis árfolyam és nyereség hányadosa azt mutatja, hogy a vállalat nyereségéhez képest mennyit hajlandók fizetni a befektetők a papírjaiért, (lásd a 3. fejezetben, a 56. oldalon található *lábjegyzetet*.)

Az intelligens befektető

brókerházak ugyanakkor eseti díj ellenében nyújtják az ilyen jellegű befektetési szolgáltatásokat.

Óvatos befektetőknak ugyanolyan jellegű tanácsra van szüksége - évente legalább egyszer - a portfóliójában szükséges változtatásokat illetően, mint amilyen útmutatások alapján a tőkéjét első ízben befektette. Mivel nem sok saját szakértelemre támaszkodhat, fontos, hogy kiváló hírnevű cégekre bízta magát, ellenkező esetben könnyen hozzá nem értő vagy gátlástalan kezekbe kerülhet. Nagyon fontos, hogy minden konzultáció esetén egyértelműen közölje tanácsadójával, hogy szigorúan be kívánja tartani a részvénykiválasztásnak a fejezet korábbi részében közölt négy szabályát. Egyébként, ha az első alkalommal szakértő módon válogatták össze a portfóliót alkotó értékpapírokat, akkor nem lehet szükség gyakori vagy jelentős változtatásokra."

A költségátlagolásos módszer

A New York-i Értéktőzsde jelentős erőfeszítéseket tesz a „havi részvényvásárlási stratégia” népszerűsítése érdekében, amely alapján a befektető minden hónapban ugyanolyan dollárösszeget fordít egy vagy több részvény megvásárlására. Ez a képlet alapján, az érzelmi döntések teljes kizárásával történő befektetés a költségátlagolás (dollar-cost averaging) néven ismert speciális módszer. Az 1949 óta megfigyelhető, túlnyomórészt emelkedő piacon egyértelműen kielégítő eredményeket hozott ez az eljárás, különösen azért, mert megakadályozta, hogy a gyakorló befektető rosszul időzítse vásárlásait.

Lucile Tomlinson a képlet alapján működő befektetési stratégiákat vizsgáló átfogó elemzésében számításokat végzett a költségátlagolásos módszer eredményeire vonatkozóan. A vizsgálat a Dow Jones Industrial Average indexet alkotó részvények vásárlásával számolt, és az eredményeket 23, egyenként tízéves vásárlási időszak alapján értékelte: az első ilyen periódus 1929-ben, az utolsó pedig 1952-ben ért véget. Minden időszak végén vagy legkésőbb az azt követő öt éven belül nyereséghez vezetett ez a módszer. A 23 vásárlási időszak végén az átlagos kimutatott - osztalékok nélküli - nyereség 21,5 százalék volt. Talán mondanunk sem kell, hogy egyes esetekben a piaci érték átmenetileg komoly mértékben csökkent. Tomlinson kisasszony az alábbi megdöbbenő mondattal zárja ennek az ultraegyszerű befektetési képletnek a vizsgálatát: „Senki nem fedezett fel még más olyan befektetési képletet, amelyet a végső siker ugyanilyen bizonyosságával, az értékpapír-árfolyamok alakulásától függetlenül használhatunk."

A költségátlagolásos módszer ellenében azt hozhatjuk fel, hogy bár elméletben rendkívül stabil alapon áll, a gyakorlatban meglehetősen kevésbé életszerű,

* A befektetők ma már saját automatizált rendszereket állíthatnak be értékpapírjaik követésére. Ilyen interaktív „portfólió-követő” eszközöket találunk a www.quicken.com, a moneycentral.msn.com, a finance.yahoo.com és a www.morningstar.com oldalakon. Graham azonban bizonyára óva intene attól, hogy kizárólag ilyen rendszerre támaszkodjunk döntéseinkben; a szoftverek munkáját kiegészítendő saját értékítéleteinkre is szükség van.

Az óvatos befektető és a részvények

hiszen nagyon kevés ember van olyan anyagi helyzetben, hogy mondjuk, 20 éves időtávon át minden évben ugyanakkora összeget fordítson részvénybefektetéseire. Számunkra azonban úgy tűnik, hogy ez a nyilvánvaló ellenvetés az elmúlt években sokat veszített erejéből. Egyre általánosabban elfogadott, hogy a stabil megtakarítási-befektetési programok szükségszerűen tartalmaznak részvényeket is. Így a részvények rendszeres és egyenletes vásárlása sem pszichológiai, sem pénzügyi szempontból nem különbözik attól, mint ha amerikai takarékkötvényeket vennénk, vagy életbiztosításunk rendszeres díját fizetnénk. A havi összegek lehetnek kicsik, ám a 20 év vagy még hosszabb időszak alatt elérhető eredmények lenyűgözhetik és meglepéssel tölthetik el a befektetőt.

A befektető személyes helyzete

A fejezet elején röviden már utaltunk az egyéni befektető helyzetére. Az általános befektetési politika megtárgyalása után - és annak fényében - térjünk most vissza erre a témára. Milyen mértékben szükséges, hogy a kiválasztott értékpapírtípusok a befektető életkörülményeinek függvényében változzanak? .Azért, hogy konkrét példáink szélsőségesen eltérő élethelyzeteket szemléltessenek, képzeljük el a következő személyeket: (1) egy 200 ezer dollár örökséggel magára maradó özvegy, aki ebből a pénzből kell, hogy eltartsa magát és gyermekeit; (2) egy, a karrierje közepén járó, sikeres orvos, aki 100 ezer dollár megtakarítással rendelkezik, és évente 10 ezer dollárt tud félrerakni, amellyel növelheti ezt az összeget; és (3) egy heti 200 dollár fizetéssel rendelkező, évente 1000 dollárt megtakarítani képes fiatalember."

Az özvegynek igen nehéz dolga van, hiszen célja az, hogy tőkéje jövedelméből megéljen. Befektetéseiben ugyanakkor mindenekelőtt óvatosságra van szüksége. Ha tőkéjét körülbelül fele-fele arányban osztja meg amerikai kötvények és kiváló minőségű részvények között, akkor kompromisszumra törekszik a két cél - elegendő jövedelem és biztonság - között, ráadásul az óvatos befektető számára adott általános tanácsunkat is követi. (A részvénykomponens akár a 75 százalékot is elérheti, ha a befektető pszichésen felkészült erre a döntésre, és szinte teljes mértékben biztos abban, hogy nem túl magas árszinten vásárol. 1972 elején kétségkívül *nem* ez a helyzet.)

Nem zárjuk ki annak a lehetőségét, hogy az özvegy vállalkozó szellemű befektetőnek bizonyul, amely esetben céljai és módszerei teljesen mások lesznek. Az egyetlen dolog, amit az özvegy *nem* tehet, az, hogy „kis többletjövedelem szerzése” céljából spekulatív ügyletekbe kezd. Ez alatt azt értjük, hogy a sikert teljes biztonsággal garantáló eszközök nélkül próbál meg nyereséget vagy nagy jövedelmet elérni. Sokkal jobban jár, ha évente 2000 dollárt elvesz a tőkéjéből annak érdekében, hogy hónapról hónapra kijöjjön, mint ha tőkéje felét kockáztatná gyengén megalapozott, ezért spekulatív ügyletekben.

* Hogy jobban érezzük a Graham példáiban használt összegek mai nagyságrendjét, szorozzuk meg öttel az ebben a részben említett összes dollárösszeget.

Az intelligens befektető

A sikeres doktor teljesen mentes az özvegyre nehezedő nyomástól és kényszer-től, mégis úgy gondoljuk, hogy nagyon hasonló döntéseket kell hoznia. Hajlandó komolyan figyelemmel követni a befektetések világát? Ha hiányzik belőle az ehhez szükséges ösztönzés vagy érdeklődés, jobban jár, ha megelégszik az óvatos befektető egyszerű szerepével. Portfóliója megosztásának ekkor nem kellene különböznie a „tipikus” özvegyétől, és a részvény komponens részarányának meghatározása ugyanúgy a személyes attitűdjétől függ. Éves megtakarításait ugyanolyan arányban kell megosztania a két alapvető eszköz között, ahogy alaptőkét tette.

Az átlagos doktor az átlagos özvegyhez hasonló valószínűséggel bizonyulhat vállalkozó szellemű befektetőnek, ám ő talán nagyobb eséllyel számíthat sikerre e téren. Egy fontos hátránnyal indul azonban - kevesebb szabad idővel rendelkezik ahhoz, hogy pénzügyi ismereteit bővítse, és pontosan vezesse befektetési eredményeit, valamint azok alakulását. Az orvosok általában hírhedten sikertelenek az értékpapírtügyleteikben. Ennek az az oka, hogy viszonylag magabiztosak saját intelligenciájukat illetően, és erős vágya t éreznek az iránt, hogy magas hozamot érjenek el pénzükkel. Ám jellemzően nem ismerik fel azt, hogy ehhez szoros figyelemmel kell követni a dolgot, és az értékpapírok értékelésének valamilyen szinten professzionális megközelítésére van szükség.

Végezetül itt van a jelenleg évente 1000 dollárt megtakarító, ám várakozásai szerint a jövőben egyre többet félrerakó fiatalember. Ő is ugyanezekkel a választási lehetőségekkel szembesül - ám különböző okokból. Megtakarításai egy részét automatikusan E sorozatú kötvényekbe kellene tennie. Egyenlege oly szerény, hogy aligha lenne kifizetődő számára az agresszív befektetői minőséghez szükséges pénzügyi ismeretek megszerzése, illetve a fegyelmezett befektetői magatartás betartása. Így számára is az óvatos befektetőnek szánt szokásos stratégiánk követése tűnik a legegyszerűbb és leglogikusabb megoldásnak.

Ne hagyjuk figyelmen kívül az emberi természetet sem. A pénzügyek világa számos elmés, ám korlátozott anyagi eszközökkel rendelkező fiatalembert lenyűgöz. Szívesen cselekednének intelligensen és vállalkozó kedvűen megtakarításaik elhelyezésében, noha befektetéseik jövedelme sokkal kevésbé jelentős számukra, mint a fizetésük. Igen kiváló ez a hozzáállás. Óriási előnyt jelent a fiatal kapitalistának, ha korán kezd a pénzügyi ismeretek és tapasztalatok szerzését. Ha agresszív befektetőként ténykedik, akkor biztos, hogy követ el hibákat, és lesznek veszteségei. Ám a fiatalok túllépnek ezeken a csalódásokon, és profitálni is képesek belőlük. Arra ösztönözzük a kezdő értékpapír-vásárlókat, hogy ne vesztegessék erőfeszítéseiket és pénzüket arra, hogy megpróbálják legyőzni a piacot. Helyette vizsgálják a papírok értékét, és az ár-érték kapcsolatról kialakított véleményük helytállóságát a lehető legkisebb összeggel teszteljék.

Ezzel visszatértünk ahhoz a kezdeti megállapításunkhoz, amely szerint a megvásárolandó értékpapírok típusa, valamint az elérni kívánt hozam nem a befektető anyagi lehetőségeitől, hanem a pénzügyi tudásától és tapasztalatától, illetve vérmérsékletétől függ.

Megjegyzés a „kockázat” fogalmáról

Megszokott, hogy a jó kötvényekről a jó elsőbbségi részvényeknél kevésbé kockázatos papírként, az utóbbiakról pedig a jó részvényeknél kevésbé kockázatos eszközként beszélnek. Innen ered a nem „biztonságos” részvényekkel szemben táplált, oly széles körben elterjedt előítélet, amelyet a Fed kormányzótanácsa megbízásából végzett 1948-as kutatás is kimutatott. Szeretnénk rámutatni, hogy a „kockázat” és „biztonság” szavakat kétféle értelemben használjuk az értékpapírokra, és ez gyakran félreértéshez vezet.

Egy kötvény akkor bizonyult nem biztonságosnak, amikor nem fizeti ki a tulajdonosának járó kamatot vagy tőkét. Ugyanígy, ha azzal a várakozással vásárol valaki elsőbbségi vagy akár közönséges részvényt, hogy adott osztalékráta a jövőben is megmarad, akkor az osztalék csökkenése vagy elmaradása azt jelenti, hogy a részvényről kiderült: nem biztonságos. A befektetésben ugyanakkor benne rejlik az a kockázat, hogy fennáll a viszonylag nagy valószínűsége annak, hogy a tulajdonosnak a bekerülési ár alatt kell értékesítenie befektetését.

Ugyanakkor a kockázat fogalmába gyakran az értékpapír árfolyamának lehetséges esését is beleértik, akkor is, ha ez az árfolyamcsökkenés ciklikus vagy átmeneti jellegű, és a papír tulajdonosát nagy valószínűséggel semmi nem kényszeríti arra, hogy pont ebben az időszakban váljon meg befektetésétől. Ennek lehetősége az amerikai takarékkötvények kivételével minden értékpapírban jelen van, és a részvények esetén valószínűbb, mint az elősorolt értékpapírok osztályában. Ám mi úgy gondoljuk, hogy amiről itt szó van, az a szó jól használható jelentése szerint nem valódi kockázat. Például a lakására jelzáloghitelt felvevő tulajdonos komoly veszteséget lenne kénytelen elkönyvelni, ha rossz időpontban kényszerítenek az ingatlan értékesítésére. Ezt az elemet azonban nem szokás figyelembe venni a hagyományos jelzáloghitelek biztonságának vagy kockázatának értékelésekor - az egyetlen kritérium a pontos fizetés. Ugyanígy egy rendes üzleti vállalkozás kapcsolódó rizikóját is a pénzvesztés kockázatával mérik, nem pedig azzal, hogy mi történne, ha a tulajdonos kényszerítve lenne a cég értékesítésére.

A *8. fejezetben* kifejtjük abbéli meggyőződésünket, hogy a komoly befektető nem veszít pénzt pusztán amiatt, hogy a tulajdonában lévő eszközök piaci értéke csökken; így az esés eshetősége önmagában még nem jelenti azt, hogy a befektető a vesztes valódi kockázatát viseli. Ha a jól kiválasztott részvényekből álló befektetés jó néhány éven át folyamatosan kielégítő hozamot ad, akkor ez a befektetés „biztonságosnak” bizonyult. Piaci értéke biztos, hogy ingadozni fog ezen időszak alatt, mint ahogy az is több mint valószínű, hogy egy ideig a bekerülési ár alatt fognak mozogni a papírok. Ha ez a tény „kockázatosná” teszi a befektetést, akkor egyszerre kellene kockázatosnak és biztonságosnak tekinteni azt. Ezt a zavart úgy kerülhetjük el, ha a kockázat fogalma alatt kizárólag azt az értékvesztést értjük, amelyet vagy a tényleges eladással realizálhatunk, vagy a vállalat pozíciójának jelentős romlása okoz, vagy ha - és ez talán még gyakoribb - az értékvesztés annak a következménye, hogy az értékpapírért belső értékéhez viszonyítva túlzottan magas árat fizettünk.²

Az intelligens befektető

Sok részvény valóban magában hordozza az effajta értékvesztés kockázatát. Ám azt állítjuk, hogy a megfelelően végrehajtott részvénybefektetés nem jelent ilyen típusú kockázatot, és így nem minősíthető „kockázatosnak” pusztán az árfolyam-ingadozás eshetősége miatt. Ám ez a kockázat igenis jelen van, ha fennáll a veszélye annak, hogy a belső értékre vonatkozó szabályok szerint egyértelműen túl magasnak bizonyul az ár - akkor is, ha a vásárlást követő komoly visszaesést néhány éven belül ledolgozhatja a piac.

Megjegyzés a „nagy, a figyelem középpontjában lévő és konzervatív módon finanszírozott vállalatok” csoportjáról

A címben szereplő idézetet a fejezet korábbi részében használtuk azon részvényfajták meghatározására, amelyekre az óvatos befektetőknek korlátozniuk kell vételeiket - feltéve azt is, hogy ezek a vállalatok jó néhány éve már folyamatosan fizetnek osztalékot. A mellékneveket alkalmazó feltételek soha nem egyértelműek. Hol van a határvonal a méret esetén, mit jelent az, hogy a figyelem középpontjában lévő vállalat, és mi az a konzervatív finanszírozási szerkezet? Ami a legutóbbit illeti, olyan konkrét szabályt ajánlunk, amely - bár önkényes - összhangban van az elfogadott gondolkodással. Egy ipari vállalat finanszírozása akkor tekinthető konzervatívnak, ha a törzsrészvények (könyv szerinti értéke) a vállalat teljes, a bankhitelt tartalmazó hosszú lejáratú forrásainak legalább a felét teszik ki.³ Vasúttársaságoknál és közműveknél ennek a mutatónak legalább 30 százalékot kell elérnie.

A „nagy” és a „figyelem középpontjában álló” kitétel jelentős méretre és ezzel egyidejűleg vezető iparági pozícióra utal. Az ilyen társaságok részvényeit gyakran vezető papírnak, míg az összes többi részvényt második kategóriájú papírnak szokás nevezni. A növekedési részvényeket általában külön kategóriaként kezeli az, aki szokott ilyen papírokat vásárolni. S hogy valami konkrétumot is mondjunk, napjainkban „nagy” az a vállalat, amely legalább 50 millió dollár értékű eszközzel vagy 50 millió dollár bevétellel rendelkezik.¹ A „figyelem középpontjában” jellemzően azok a társaságok kerülnek, amelyek méret szerint az iparág első negyedébe vagy harmadába tartoznak.

Botorság lenne azonban ilyen önkényes kritériumokhoz ragaszkodni. Pusztán irányadónak szánjuk őket azoknak, akik ilyen jellegű segítségre vágynak. Ám a befektető által saját magának megalkotott minden olyan szabály elfogadható, amely nem sérti a „nagy” és a „figyelem középpontjában lévő” kifejezések hétköznapi jelentését. A dolog természeténél fogva létezik a társaságok egy igen nagy csoportja, amelyet egyesek az óvatos befektetésre alkalmas, mások pedig az arra nem megfelelő papírok közé fognak sorolni. Semmi rossz nincsen az ilyen típusú véleménykülönbségben. Sőt, tulajdonképpen üdvözítő hatással van a részvényt piacra, mert fokozatos átmenetet biztosít a vezető és a másodlagos részvénykategóriák között.

* A jelenlegi piaci körülmények között a legalább 10 milliárd dollár piaci kapitalizációval rendelkező vállalatokat tekintjük nagyoknak. A <http://screen.yahoo.com/stocks.html> oldalon elérhető online részvénytisztázó alkalmazás szerint 2003 elején nagyjából 300 ilyen részvény közül választhatunk.

Kommentár az 5. fejezethez

Az emberi boldogság ritkán a hatalmas vagyonok gyümölcse, sokkal inkább támad napi apró örömeiből.

(Benjamin Franklin)

A legjobb védekezés a támadás

A részvényt piac előző évekbeli vérfürdője után miért tenne bármely óvatos befektető egyetlen centet is részvényekbe?

Először is ne feledjük, hogy Graham azt hangoztatja: az óvatosság mértéke kevésbé a kockázattűrésünkön, sokkal inkább azon hajlandóságunkon múlik, hogy mennyi időt és energiát tudunk portfóliónkra fordítani. És ha a megfelelő irányból közelítjük, a részvényekbe való befektetés éppolyan egyszerű, mintha kötvényekben és készpénzben parkoltatnánk pénzünket. (A 9. fejezetben látni fogjuk, hogy részvényindexalapot venni semmivel sem megerőltetőbb feladat, mint a reggeli felöltözés.)

A 2000-ben kezdődött medve piacon érthető, ha úgy érezzük, megégettük magunkat - ez az érzés pedig arra az elhatározásra készíti bennünket, hogy soha többé ne vegyünk részvényeket. Ahogy egy régi török mondás tartja: „aki egyszer forró tejjel megégette a száját, a joghurtot is megfújja”. A 2000-2002-es válság annyira borzasztó volt, hogy sok befektető jelenleg égetően kockázatosnak tartja a részvényeket; ám paradox módon éppen az árfolyamok zuhanása volt az, ami a kockázat jelentős részét kisöpörte a részvényt piacról. Előtte forró tej volt, ma már csak szoba-hőmérsékletű joghurt.

Ha logikusan nézzük, a döntésnek, hogy tartsunk-e ma részvényeket, semmi köze nincs ahhoz, hogy néhány évvel ezelőtt mennyit veszítettünk rajtuk. Amikor a részvények a jövőbeli növekedés lehetőségét kínálják, ésszerű áron forognak, akkor attól függetlenül érdemes birtokolni őket, hogy a közelmúltban mennyi veszteséget okoztak. Ez alacsony kötvényhozamok mellett még inkább igaz, mert akkor a jövőbeli hozama is alacsony.

Ahogy a 3. fejezetben láttuk, historikusan nézve a részvények (2003 elején) csupán mérsékelten túlárzottak. Ugyanakkor a kötvények - jelenlegi árukon - olyan alacsony hozamot ígérnek, hogy az a befektető, aki a vélt biztonságukért vásárolja meg ezeket, ahhoz a dohányoshoz hasonlít, aki azt gondolja, hogy alacsony kátránytartalmú cigarettákat szívva megvédheti magát a tüdőráktól. Mindegy, hogy mennyire óvatos

Kommentár az 1. fejezethez

befektetők vagyunk - akár azért, mert ahogy Graham értelmezte, kevés időt és erőfeszítést fordítunk befektetéseinkre, akár azért, mert a szó jelenlegi értelmezése szerint alacsony a kockázatvállalási hajlandóságunk - a mostani értékek azt jelentik, hogy pénzünk legalább egy részét részvényekben kell tartanunk.

Szerencsére soha ilyen egyszerű nem volt még az óvatos befektető számára a részvényvásárlás. És egy állandóan robotpilótára kapcsolt portfólióval, amely közreműködésünk nélkül rakja pénzünk egy kis részét azelőre meghatározott befektetésekre, elkerülhetjük, hogy életünk jelentős részét a részvények közötti válogatásnak kelljen szentelnünk.

„Vedd azt, amit ismersz?”

Ám először is nézzünk meg valamit, ami ellen az óvatos befektetőnek állandóan védekeznie kell: ez pedig az a tévhit, hogy a részvényeket mindenféle házi feladat nélkül, egyszerűen kiválaszthatjuk. Az 1980-as években és az 1990-es évek első felében az egyik népszerű befektetési szlogen így hangzott: „vedd azt, amit ismersz” Peter Lynch - aki 1977 és 1990 között a befektetési alap által valaha elért legjobb eredményre vezette a Fidelity Magellant - volt a legkarizmatikusabb szószólója ennek az ígének. Lynch azzal érvelt, hogy az amatőr befektető olyan előnnyel bír, amelyről a professzionális társa már elfelejtette, hogyan kell használni: ez pedig nem más, mint „a köztudat ereje”. Ha felfedezünk egy jó új éttermet, fogkrémet vagy farmert - vagy azt látjuk, hogy egy közeli vállalat parkolója mindig tele van, vagy egy cég központjában az emberek még akkor is benn vannak és dolgoznak, amikor a Jay Leno-show már rég véget ért -, olyan személyes betekintést nyerünk egy részvénybe, amely egy profi elemző vagy portfóliókezelő számára talán soha nem érhető el. Lynch ezt így fogalmazta meg: „Azzal, hogy egész életünkben kocsikat vagy fényképezőgépeket vásárolunk, ráérzünk arra, hogy mi jó, és mi rossz, mit lehet eladni, és mit nem... és ami a legfontosabb az egészben, már azt megelőzően tudjuk ezt, hogy a Wall Street is rájönne.”

Lynch szabálya - „felülmúlhatjuk a szakértőket, ha az általunk már ismert vállalatokba vagy iparágakba befektetve kihasználjuk előnyünket” - nem teljesen a földtől elrugaskodott, és több ezer befektető profitált belőle az évek során. Ám csak akkor működhet, ha szükségszerű folytatását is betartjuk: „Az ígéretes vállalat megtalálása csak az első lépés. A következő a kutatás.” Lynch javára szól, hogy hangsúlyozta: anélkül soha senki ne fektessen egyetlen vállalatba sem - mindegy, hogy milyen nagyszerűek annak termékei, vagy mennyire zsúfolt a parkolója -, hogy ne tanulmányozta volna az adott cég pénzügyi kimutatásait, és ne becsülte volna meg üzleti értékét.

Sajnos a dolog ezen részével sok részvényvásárló már egyáltalán nem foglalkozott.

A napon belül kereskedő díva, Barbra Streisand testesítette meg azt, ahogy az emberek helytelenül éltek Lynch tanításával. 1999-ben Streisand kicsacsogta, hogy „mindennap Starbucksba járunk, ezért Starbucks-részvényeket veszek”. Ám a FunnyGirl elfelejtette, hogy mindegy, mennyire szereti a Caffé Lattét, akkor is elemeznie kell a Starbucks pénzügyi kimutatásait, és meg kell bizonyosodnia arról, hogy a részvényei nincsenek jobban túlárzva, mint a kávéi. Számtalan részvényvásárló követte el ugyanezt a hibát az

1 Peter Lynch és John Rothchild, *One Upon Wall Street* (Penguin, 1989), 23. oldal.

Kommentár az 1. fejezethez

Amazon.com részvényeinek felhalmozásával vagy e*Trade-részvények megvásárlásával pusztán azért, mert szerették a weboldalt, illetve aze*Trade volta saját online brókerük.

A „szakértők” is hitelt adtak ennek az ötletnek. 1999 végén a CNN egyik interjújában Kevin Landistől, a Firsthand Funds alapkezelőjétől azt kérdezte a riporter: „Hogyan csinálod? Én miért nem tudom ugyanezt elérni, Kevin?” (1995-től 1999 végéig a Firsthand Technology Value alap lenyűgöző, 58,2 százalékos évesített átlaghozamot ért el.) „Nos, te is tudnád” - válaszolta Landis. - Mindössze annyit kell tenned, hogy olyan dolgokra összpontosítsz, amiket ismersz, megmaradsz egyetlen iparágnál, és beszélsz azokkal, akik mindennap abban dolgoznak.”²

Lynch szabályának legfájdalmasabb kiforgatására a vállalati nyugdíjprogramokban került sor. A „vedd azt, amit ismersz” elv alapján mi lehet jobb befektetés nyugdíj-takarékosági számlánkon, mint saját cégünk papírjai? Végül is ott dolgozunk; nem ismerjük jobban a vállalatot, mint amit egy külső személy arról valaha is megtudhat? Sajnálatos módon az Enron, a Global Crossing és a WorldCom alkalmazottai - akik közül sokan nyugdíjbeszélőket szinte teljes egészében saját cégük részvényeibe fektették, hogy aztán mindenüket elveszítsék - megtanulták, hogy a belsőök gyakran csak a tudás illúziójával, nem pedig valódi információval rendelkeznek.

A Carnegie Mellon Egyetem oktatója, Baruch Fischhoff által vezetett pszichológusok az alábbi zavarba ejtő tényt állapították meg: pusztán az, hogy tájékozottabbá válnak egy témában, nem csökkenti jelentősen az emberek azon hajlamát, hogy eltúlozzák az adott területre vonatkozó ismereteik tényleges mértékét.³ Pontosan ezért lehet olyan veszélyes „olyanba befektetni, amit ismerünk”: hiszen minél jobban ismerünk egy vállalatot, annál kevésbé valószínű, hogy megvizsgáljuk a részvény gyengeségeit. A túlzott magabiztosság ezen káros formájára a „home bias”⁴ kifejezést szokták használni, ami egyenértékű azzal a szokással, hogy az általunk már ismert dolgokhoz ragaszkodunk:

- Az egyéni befektetők a helyi telefontársaságban háromszor annyi részvénnyel rendelkeznek, mint az összes többi telefontársaságban együttvéve.
- A tipikus befektetési alap olyan részvényeket tart portfóliójában, amelyek vállalati központjai 115 mérfölddel közelebb találhatók az alap központjához, mint az amerikai vállalati központok átlagos távolsága.
- A nyugdíj-takarékosági számlák tulajdonosai nyugdíjbeszélőik 25-30 százalékát saját vállalatuk részvényeiben tartják.⁵

2 Kevin Landis interjút a CNN *In the Money* című műsorában, 1999. november 5-én sugározták. Ha Landis saját eredményei jelentenek valamit, akkor az „olyan dolgokra összpontosítani, amiket ismerünk”, nem elegendő ahhoz, hogy sikeresen kiválasszuk a részvényeket. 1999 vége és 2002 vége között Landis alapja (amely tele volt olyan technológiai vállalatok papírjaival, amelyeket állítása szerint „első kézből” ismert szilícium-völgybeli bázisából) értékének 73,2 százalékát veszítette el, ami meghaladja a technológiai alapok adott időszaki átlagos veszteségét.

3 Sarah Lichtenstein és Baruch Fischhoff, „Do Those Who <now More Also Know More about How Much They Know?” *Organizational Behavior and Human Performance*, vol. 20, no. 2., 1977. december, 159-183. oldal.

4 A hazai piaccal szembeni elfogultság.

5 Lásd Gur Huberman, „Familiarity Breeds Investment”; Joshua D. Coval és Tobias J. Moskowitz, „The Geography of Investment”; illetve Gur Huberman és Paul Sengmüller, „Company Stock in 401 (k) Plans”; mindegyik írás letölthető a <http://papers.ssm.com> oldalról.

Kommentár az 1. fejezethez

Röviden azt állapíthatjuk meg, hogy valaminek az ismerős volta megnyugvással tölt el bennünket. A tévéhíradóban is mindig a bűnöző szomszédja, legjobb barátja vagy szülője az, aki elcsukló hangon mondja: „Pedig olyan kedves fiú volt.” Ennek az az oka, hogy ha valaki vagy valami közel áll hozzánk, kész tényként kezeljük meggyőződéseinket, ahelyett hogy - miként a tőlünk távolabb álló dolgok esetén jogosan tesszük - megkérdőjeleznénk azok helyállóságát. Minél ismertebb egy részvény, annál biztosabb, hogy lustává teszi az óvatos befektetőt, aki azt fogja gondolni, hogy nem szükséges megcsinálnia házi feladatát. Ne hagyjuk, hogy ez velünk is megtörténjen.

Saját lábunkon is megállunk?

Szerencsére az óvatos befektető számára, aki hajlandó elvégezni a részvényportfólió összeállításához szükséges házi feladatát, elérkezett az aranykor: a pénzügyi történelem során még soha ilyen olcsón és kényelmesen nem lehetett részvényeket tartani."

Csináld magad! Olyan szakosodott online brókereken keresztül, mint a www.sharebuilder.com, a www.foliofn.com vagy a www.buyandhold.com, akkor is vehetünk automatikusan részvényeket, ha ehhez nagyon kevés megtakarított pénz áll rendelkezésünkre. Ezek a weboldalaka piacon elérhető több ezer amerikai részvény bármelyikének rendszeres vásárlása esetén mindössze 4 dollár jutalékot számítanak fel. Akár minden héten vagy minden hónapban befektethetjük a rendelkezésünkre álló összeget, újra befektethetjük az osztalékunkat, sőt a részvényeket akár úgy is megvásárolhatjuk, hogy az ehhez szükséges pénzt elektronikusan vonják le a bankszámlánkról. A Sharebuilder többet számít fel eladáskor, mint vételkor - ezzel mintegy a körmünkre csapva emlékeztet arra, hogy a gyors eladás nem kifizetődő -, míg a FolioFN kitűnő eszközzel segíti keletkező adófizetési kötelezettségeink nyomon követését.

A hagyományos brókerekkel és befektetési alapokkal ellentétben, akik két- vagy háromezer dollár alatt szóba sem állnak a befektetővel, ezek az online szolgáltatók nem határoznak meg minimális számlaegyenleget, és kifejezetten azokat a kezdő befektetőket célozzák meg, akik robotpilóta üzemmódban kívánják tartani induló portfólióikat. Tény, hogy a havi 50 dolláros befektetésből a 4 dolláros jutalék 8 százalékot lecsíp - ám ha mindössze ennyi pénzt tudunk félretenni, akkor ezek a mikrobefektetési oldalak kínálják a diverzifikált portfólió felépítésének egyetlen lehetőségét.

Egyedi részvényeket immár közvetlenül a kibocsátó társaságoktól is vásárolhatunk. Az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdéfelügyelet (SEC) 1994-ben lazított azokon a régóta meghozott merev szabályokon, amelyek révén sokáig korlátozta a részvényeknek közvetlenül a nagyközönségnek való értékesítését. Erre válaszul több száz vállalat internetalapú programmal állt elő, amely lehetővé teszi a befektetőknek, hogy bróker közreműködése nélkül vásároljanak részvényeket. Hasznos információforrást találunk a közvetlen részvényvásárlásról többek között a www.dripcentral.com vagy a www.sharebuilder.com

6 Charles Jones, a Columbia Business School pénzügyprofesszora szerint egy, a New York-i Értéktőzsdén jegyzett részvény kis értékű, egyirányú ügyletének (vagy vétel, vagy eladás) költsége a Graham idejében megfigyelhető körülbelül 1,25 százalékról 2000-re 0,25 százalék köré csökken. Befektetési alapok esetében ugyanez a költség ennél magasabb. (Lásd Charles M. Jones, „A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs”, <http://papers.ssrn.com>)

Kommentár az 1. fejezethez

oldalakon. Gyakran kell még olyan kisebb tételű díjakat fizetnünk, amelyek éves szinten a 25 dollárt nem haladják meg. Ám a közvetlen részvényvásárlási programok általában még így is olcsóbbak, mint a részvénybrókerek.

Hadd figyelmeztessük még a kedves olvasót, hogy ha hosszú éveken át kicsi összegekért vásárol részvényeket, végül komoly számításokat kell majd végeznie adóbevallása elkészítésekor. Ha nem vagyunk felkészülve arra, hogy igen következetesen és kimerítően részletes nyilvántartást vezessünk vételeinkről, egyáltalán ne vásároljunk részvényeket. Végezetül ne fektessünk be egyetlen - vagy akár csak néhány - részvénybe. Ha nem vagyunk hajlandók szétteríteni fogadásaink kockázatát, akkor egyáltalán ne fogadjunk! Graham 10-30 különböző részvény tartását javasoló iránymutatásaja jó kiindulópont azon befektetők számára, akik saját maguk akarják kiválasztani a portfóliójukat alkotó papírokat, de ügyeljünk arra, hogy egyik iparágban se legyen túl nagy a kitétszégünk.⁷(A portfóliónkba kerülő egyedi részvények kiválasztásáról bővebben olvashatunk a 93-94. oldalon, illetve a 11., 14. és 15. fejezetekben.)

Ha robotpilóta üzemmódban működő online portfóliónk felállítását követően kapjuk magunkat, hogy évi két alkalomnál gyakrabban kereskedünk - vagy havi egy, legfeljebb két óránál többet fordítunk befektetéseinkre -, akkor valami nagyon nem stimmel. Ne hagyjuk, hogy az internet kényelme, illetve most azonnal érzése spekuláns faragjon belőlünk. Az óvatos befektető nyugodtan ülve futja - és nyeri meg - a versenyt.

Kérjünk egy kis segítséget. Az óvatos befektető diszkontbrókeren, pénzügyi tanácsadón vagy a szolgáltatásokteljes körét nyújtó brókercegen keresztül birtokolhatja részvényeit. Diszkontbróker igénybevétele esetén a részvénykiválasztás feladatának nagy része ránk hárul; Graham útmutatása segít abban, hogy minimális odafigyelést igénylő és a lehető legmagasabb tisztos hozamot ígérő portfóliót hozzunk létre. Ha netán nincs szabad időnk, vagy nem érzünk késztetést arra, hogy saját magunk foglalkozzunk mindezzel, nem kell szégyenkezni amiatt, hogy megfizetünk valakit, aki kiválasztja számunkra a részvényeket vagy a befektetési alapokat. Az egyetlen felelősség, amelyet nem háríthatunk át, hogy mi magunk (még *mielőtt* átadnánk pénzünk) utánajárunk annak, hogy a tanácsadó megbízható-e, és elfogadható díjakat számol-e fel. (További tippért lásd a 10. fejezetet.)

Osszuk ki a munkát. A befektetési alapok jelentik a tökéletes megoldást az óvatos befektetőnek, aki a portfólió-kezelés árnyoldalai nélkül kívánja élvezni a részvénybirtoklás előnyeit. Viszonylag alacsony költség ellenében nagyfokú diverzifikációt és kényelmet vásárolhatunk magunknak - és szakemberre bízunk a részvények kiválasztásának és figyelemmel követésének feladatát. Az indexkövető befektetési alapok esetében gyakorlatilag semmilyen felügyeletre vagy odafigyelésre nincs szükség. Ezek az alapok amolyan RipVan Winkle típusú befektetéseként működnek, amelyek nagy valószínűséggel még akkor sem okoznak különösebb kényelmetlenséget vagy meglepetést, ha Washington Irving lusta farmeréhez hasonlóan húsz évre álomba szenderülünk.³ Az óvatos befektető számára ezek jelentik a megtestesült álmot. (További részletekért lásd a 9. fejezetet.)

7 Annak megállapítása'a, hogy a tulajdonunkban lévő részvények kellően diverzifikáltak-e a különböző iparágak között, vegyük igénybe a www.morningstar.com ingyenes „InstantX-Ray” eszközét, vagy tanulmányozzuk a www.standardandpocrs.com oldalon elérhető szektorbesorolást (Global Industry Classification Standard).

8 Utalás Washington Irving (1783-1859) amerikai író Rip Van Winkle című regényére.

Az egyenetlenségek kisimítása

Miközben a pénzügyi piacok egyik nap felfelé, másik nap lefelé tartva bolyongva haladnak előre, az óvatos befektetőnek lehetősége van arra, hogy kontroll alatt tartsa a látszólag kaotikus árfolyammozgást. Ebben két legerősebb fegyvere az aktív befektetői magatartás és a jövőre vonatkozó előrejelzések állítólagos képességének elutasítása. Ha befektetési döntéseinket robotpilóta üzemmódban hozzuk meg, akkor nem ámítjuk magunkat azzal, hogy tudjuk, hova tartanak a részvények, és megfosztjuk a piacot annak lehetőségétől, hogy legbizarrabb ingadozásaival kimozdítson a lelki nyugalomunkból.

Ahogy Graham írja, a költségátlagolás módszere lehetővé teszi, hogy rendszeres időközönként fix pénzösszeget tegyünk befektetéseinkhez. Minden héten, hónapban vagy negyedévben további értékpapírokat veszünk, függetlenül attól, hogy a piacok éppen emelkednek (vagy éppen emelkedni készülnek), esnek vagy oldalaznak. Bármelyik nagyobb alapkezelő vagy bróker cég vállalja, hogy automatikusan és biztonságosan végrehajtja számunkra a tranzakciót, így még arra sincsen szükség, hogy a pénzkidadás okozta lelki fájdalmat érezzük. Látókörünkön kívül esik, nem is kell gondolnunk rá.

A módszer ideális esetben úgy működik, hogy indexkövető alapok portfoliójába fektetünk, amelyek minden olyan részvényt és kötvényt tartalmaznak, amit tartani érdemes. Ily módon nincs szükség arra, hogy megtippeljük, merre tart a piac, vagy hogy mely piaci szektorok - és azokon belül konkrétan mely részvények és kötvények - fognak a legjobban teljesíteni.

Tegyük fel, hogy havi 500 dollárt tudunk félretenni. Pusztán három indexkövető alapot tartva portfoliónkban, és a költségátlagolás módszerével folyamatosan befektetve ezekbe - mondjuk, 300 dollárt a teljes amerikai részvényt piacot lefedő alapba, 100 dollárt a külföldi részvények alapjába és 100 dollárt az amerikai kötvényeket tartalmazó alapba rakva - elérhetjük azt, hogy szinte minden olyan befektetéssel rendelkezünk, amit ezen a földön tartani érdemes.⁹ Minden hónapban óramű-pontossággal többet és többet veszünk ezekből az alapokból. Ha a piac esik, akkor az adott összegből több részvényt tudunk venni, mint az előző hónapban. Ha a piac emelkedik, akkor a pénzünk kevesebb részvényre lesz elegendő. Ha portfoliónkat ilyen robotpilóta üzemmódba állítjuk, megelőzhetjük azt, hogy akkor tartsunk nagybevásárlást a piacon, amikor az a legvonzóbbnak tűnik (és ténylegesen a legveszélyesebb), vagy éppen ellenkezőleg, hogy ne merjünk vásárolni a nagy piaci áresés után, amikor a befektetések valóban olcsóbbak lettek (bár látszólag „kockázatosabbak”).

Az Ibbotson Associates, a vezető befektetési kutatóintézet számításai szerint az 1929. szeptember elején a Standard & Poor's 500 részvényindex befektetett 12000 dollár tíz évvel később csak 7223 dollárt ért. Ám ha rongyos 100 dollárral indultunk volna, és minden hónapban egyszerűen újabb 100 dollárt fektettünk volna be, akkor 1939 augusztusára befektetésünk értéke 15571 dollárra nőtt volna! Ez mutatja a fegyelmezett

⁹ Arról, hogy miért érdemes külföldi részvényeket tartani portfoliónkban, a 152-153. oldalon olvashatunk bővebben.

Kommentár az 1. fejezethez

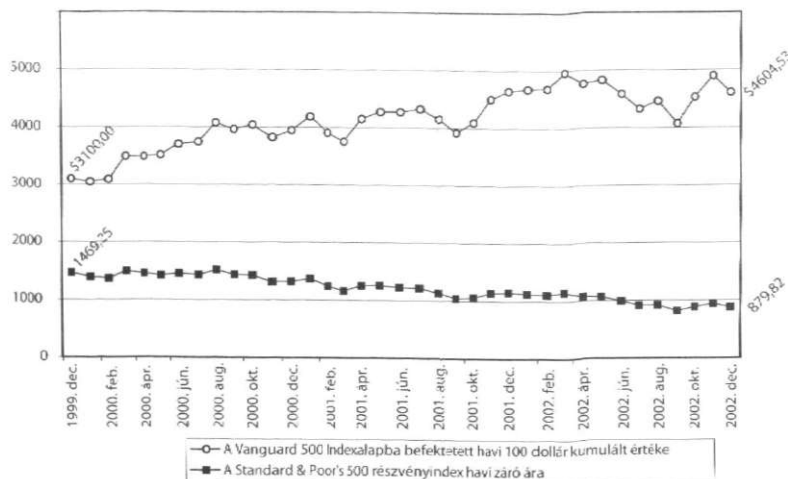
vásárlás erejét-ráadásul mindezt a nagy gazdasági válság és minden idők legdurvább medve piaca idején.¹⁰

Az 5.7. ábra időben sokkal közelebbi példán mutatja a költségátlagolós módszer varázsát.

A legszebb az egészben, hogy ha egyszer felállítunk egy robotpilóta üzemmódban működő, indexkövető alapokat tartalmazó portfoliót, akkor az óvatos befektető számára létező legjobb választ adhatjuk a piaccal kapcsolatos összes kérdésre: „Nem tudom, és nem is érdekel.” Ha valaki megkérdezi, vajon a kötvények teljesítménye felülmúlja-e a részvényekét, válaszoljuk egyszerűen azt, hogy „Nem tudom, és nem is érdekel” - hiszen mindkét értékpapírt automatikusan vásároljuk. „Vajon az egészségügyi részvények háttérbe szorítják-e a high-tech papírokat? „Nem tudom, és nem is érdekel” - hiszen portfoliónk mindkét szektorból tartalmaz papírokat. Mi lesz a következő Microsoft? „Nem tudom, és nem is érdekel” - hiszen amint elég nagyra nő ahhoz, hogy érdemes legyen birtokolni belőle, az indexkövető alap vásárol belőle, így mi sem maradunk ki az emelkedésből. Vajon a külföldi részvények jövőre jobb teljesítményt fognak nyújtani, mint az amerikaiak? „Nem tudom, és nem is érdekel” - hiszen ha igen, akkor abból mi is részesedünk; ha nem, akkor az alacsonyabb árak miatt többet fogunk vásárolni belőlük.

Azáltal, hogy teljes lelki nyugalommal állítjuk, hogy „nem tudom, és nem is érdekel” a robotpilóta üzemmódban működő portfolió megszabadít bennünket attól az érzéstől, hogy előre kell jelezni, hogyan fognak teljesíteni a pénzügyi piacok - és attól az illúziótól, hogy erre bárki más képes lehet. Annak felismerése, hogy milyen keveset tudunk mondani a jövőről, illetve saját tudatlanságunk elfogadása az óvatos befektető leghatásosabb fegyverei.

5.1. ábra: Minden csepp számít



10 Forrás: az Ibbotson Associates jóvoltából táblázatkezelő alkalmazásban megkapott adatok. Kisbefektetők számára ugyan 1976-ig nem volt mód a teljes S&P 500 index megvásárlására, a példa ennek ellenére jól szemlélteti a részvényárak esése idején végrehajtott vételek erejét.

Kommentár az 1. fejezethez

1999 vége és 2002 vége között az S&P500 részvényindex egyenletesen esett. Ám ha 3000 dollár tőkével nyitottunk egyszámlát, amelyen indexkövető befektetési alapba fektettük a pénzt, és minden hónapban további 100 dollárt fizettünk be erre a számlára, akkor a 6600 dolláros névleges befektetésünk 30,2 százalékot veszített értékéből - ami lényegesen kevesebb, mint a piac 41,4 százalékos csökkenése. Ami ennél is jobb, az alacsony áron megvalósított következetes vételeknek köszönhetően a piac visszapattanásakor ugrásszerűen nő majd befektetésünk hozama.

Forrás: The Vanguard Group

6. FEJEZET

Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a negatív megközelítés

Az „agresszív” befektető ugyanarról az alapról indul, mint az óvatos befektető, azaz megosztja tőkét a kiváló minőségű kötvények és a megfelelő áron vásárolt, hasonló besorolású részvények között.¹ Felkészült arra, hogy portfólióját más típusú értékpapírokkal is kibővítse, ám csak megfelelően indokolt esetben teszi ezt. Nehéz ezt a témát szépen sorban haladva megtárgyalni, mert nem létezik olyan egyedül üdvözítő vagy ideális minta, amelyet az agresszív befektetőnek követnie kellene. Választási lehetőségei igencsak széleskörűek; az, hogy miként dönt, nemcsak egyéni ismereteitől és a rendelkezésére álló eszközöktől, hanem érdeklődésétől és preferenciáitól is függ.

Az ilyen típusú befektetővel kapcsolatos, leginkább használható általánosítások negatív megközelítést tükröznek. Hagyja a kiváló minőségű elsőbbségi részvényeket az intézményi vevőknek. Kerülje az alacsony besorolású kötvényeket és elsőbbségi részvényeket, kivéve, ha rendkívül kedvező áron tudja azokat megvásárolni - ami általánosságban legalább 30 százalékkal a névérték alatti árat jelent magas névleges kamatozású, és még sokkal alacsonyabbat egyéb papírok esetében.² Esetenként vonzó hozamuk ellenére hagyja másnak a külföldi államkötvényeket is. Tanúsítson bizalmatlanságot mindenféle új kibocsátású papírral szemben, legyenek azok átváltható kötvények, csábítóan tűnő elsőbbségi részvények vagy olyan törzs-részvények, amelyek kiváló eredményei kizárólag a közelmúltra korlátozódnak.

* Graham itt nyelvbőlést követel. Miután az 1. fejezetben hangsúlyozza, hogy alvállalkozó szellemű befektető definíciója nem az általa vállalt kockázat mértékétől függ, hanem a befektetésekre fordítani kívánt erőfeszítései mértékétől, Graham visszatér ahhoz a széles körben elterjedt nézethez, amely szerint a vállalkozó szellemű befektető „agresszívebbek”. A fejezet többi részéből azonban egyértelműen kiderül, hogy Graham az eredeti definíciójához ragaszkodik. (Úgy tűnik, a kiváló angol közgazdász, John Maynard Keynes volt az első, aki a „vállalkozó szellem” [enterprise] kifejezést az elemző befektetés [analytical investment] szinonimájaként használta.)

A „magas névleges kamatozású értékpapírok” az átlagos kamatszint feletti kamatot (a jelenlegi piaci körülmények között legalább 8 százalékot) fizető vállalati kötvények vagy a nagy (10 százalék vagy a feletti) osztalékhozamot ígérő elsőbbségi részvények. Az, hogy egy vállalat magas kamatot kénytelen fizetni hitelfelvétele után, alapvető jelzés arra, hogy a társaság - és így az általa kibocsátott kötvény - kockázatos. A magas hozamú vagy „bóvli” kötvényekről lásd még a 119-121. oldalt.

Az intelligens befektető

Általános kötvénybefektetéseinél az agresszív befektető jól teszi, ha az óvatos társának ajánlott módszert követi, és kiváló minősítésű, adóköteles kötvények, valamint hasonlóan jó besorolású, adómentes papírok közül választ. Előbbiek jelenleg 7,25 százalékos, utóbbiak - hosszabb lejárat esetén - akár 5,30 százalékos hozamot ígérnek.

Alacsonyabb besorolású kötvények és elsőbbségi részvények

Mivel 1971 vége felé könnyedén találunk 7,25 százalékos vagy akár ennél is magasabb kamatot ígérő, kiváló minősítésű vállalati kötvényeket, nem sok értelmét látjuk annak, hogy - pusztán az általuk kínált nagyobb hozam okán - alacsonyabb besorolású papírokat vásároljunk. A viszonylag gyenge hitelminősítésű vállalatok az elmúlt két évben azzal voltak kénytelenek szembesülni, hogy gyakorlatilag lehetetlen volt „egyszerű” - azaz nem átváltható - kötvényt értékesíteniük a nagyközönség számára. Ezért adósságaikat átváltható kötvények - vagy részvényutalvánnyal (warrant) kibocsátott kötvények- értékesítésével finanszírozzák, amelyek azonban külön kategóriába esnek. Ebből következik, hogy szinte kivétel nélkül minden alacsonyabb besorolású, nem átváltható kötvény régebbi kibocsátású, nagy diszkonttal forgó értékpapír. Így kedvező jövőbeli körülmények esetén - ami alatt a vállalat hitelminősítésének javulását, az alacsonyabb kamatkörnyezetet vagy ezek kombinációját értjük - komoly árfolyam-emelkedés lehetőségét hordozzák magukban.

Ám az alacsonyabb besorolású kötvényeknek a jelentős diszkont és az ebből eredő árfolyam-emelkedés esélye ellenére erős versenytársai akadnak: a jobb minőségű papírok. 1970-ben a „régimódi” (azaz 2,5 és 4,0 százalék közötti) kamatszelvevényekkel kibocsátott, stabilabb lábakon álló kötelezettségek némelyike az 50 százalékos árfolyamszint környékén forgott. Néhány példa: az American Telephone & Telegraph 1986-os lejáratú, 2,625 százalékos kötvényének 51, az Atchison Topeka & Santa Fe RR 4 százalékos, 1995-ös lejáratú papírjának 51, míg a McGraw-Hill 3,875 százalékos, 1992-es lejáratú kötvényének 50,5 százalék az árfolyama.

Vagyis az 1971. végi piaci körülmények között a vállalkozó szellemű befektető a nagy diszkonttal forgó, kiváló minősítésű kötvényektől mindent megkaphat, amit jövedelem és az árfolyam-emelkedés eshetősége terén csak kívánhat magának.

Könyvünkben többször is utalunk annak lehetőségére, hogy bármilyen múltbeli, jól meghatározható és elhúzódó piaci helyzet a jövőben újra kialakulhat. Így foglalkoznunk kell azzal is, hogy milyen kötvénybefektetési politikát folytasson az agresszív befektető, ha a kiváló besorolású papírok árfolyama és hozama visszatér a korábban megszokott szintre. Ezért megismételjük a könyvünk 1965-ös kiadásában az ennél a pontnál tett megállapításainkat - amelyekre akkor jutottunk, amikor a kiváló minősítésű kötvények csupán 4,5 százalékot hoztak.

* 2003 elején az ezekkel egyenértékű hozamok nagyjából 5,1 százaléka kiváló minősítésű vállalati kötvények, illetve 4,7 százaléka 20 éves lejáratú, adómentes önkormányzati kötvények esetében. Ha kíváncsiak vagyunk az aktuális hozamokra, látogassunk el a www.bloomberg.com/markets/rates.html oldalra.

Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőknek: a negatív megközelítés

Itt kell szólnunk az alacsonyabb besorolású kötvényekbe való befektetés lehetőségéről. Ezen papírok között könnyedén találunk 8 százalékos vagy még magasabb kamatot kínáló eszközöket. A kiváló és az alacsonyabb besorolású kötvények között jellemzően az a különbség, hogy a kibocsátó vállalat nyeresége hányszorosa az általa fizetendő kamatköltségnek. Például: 1964 elején a Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific 5 százalékos kamatozása, 68 százalékos árfolyamon forgó adósságleveleinek hozama 7,35 százalék volt. Ám a társaság 1963-as, adózás előtti nyeresége csak másfélszer akkora volt, mint a kötvények után kifizetett kamat teljes összege - ami jelentősen elmarad a stabil vasúttársasági kötvényektől általunk elvárt ötszörös szorzótól.¹

Sok befektető azért vásárol ilyen típusú értékpapírokat, mert „jöv edelemre van szüksége”, és nem elégedhet meg a legjobb minőségű kötvények által kínált sovány hozammal. A tapasztalat egyértelműen azt mutatja, hogy pusztán a vonzó hozam miatt butaság nem megfelelően biztonságos kötvényt vagy elsőbbségi részvényt vásárolni.* (A „pusztán” kitétel itt arra utal, hogy a kötvény nem nagy diszkonttal forog, és így nem hordozza magában a jelentős árfolyam-emelkedés lehetőségét.) A teljes áron - azaz legfeljebb néhány ponttal 100 alatt" - vásárolt kötvények esetében igencsak valószínű, hogy a kötvénytulajdonos valamikor a jövőben sokkal alacsonyabb árfolyamokkal fog szembesülni. Hiszen rossz időkben, vagy éppen gyenge piaci körülmények között, az ilyen típusú papírok komoly árfolyamesésre hajlamosak; a kamatot vagy osztalékot gyakran felfüggesztik, vagy legalábbis veszélybe kerül a kifizetésük, és az árfolyam sokszor olyankor is gyengélkedik, amikor a vállalat működési eredményei erre egyáltalán nem adnak okot.

Az alacsonyabb besorolású, előresorolt értékpapírok ezen jellegzetességének szemléltetéséhez tekintsük át tíz vasúttársasági *jövedelemkötvény* 1946-47-beli árfolyammozgását. Ezen kötvények mindegyikét 96 százalékon vagy a fölött értékesítették 1946-ban, legmagasabb árfolyamuk átlagosan 102,5 volt. A következő év során a papírok legalacsonyabb ára átlagosan 68 százalékra csökkent, ami azt jelenti, hogy nagyon rövid idő alatt piaci értékük egyharmadát elvesztették. Az amerikai vasúttársaságok furcsa módon több nyereséget értek el 1947-ben, mint az azt megelőző évben; így a drámai áresés teljesen szembement az üzleti képpel, és a piacon tapasztalható általános eladási hullám következménye volt. Ugyanakkor meg kell jegyeznünk, hogy a jövedelemkötvények árfolyamvesztése arányosan nagyobb volt, mint a Dow Jones indexet alkotó *részvényeké* (körülbelül 23 százalék). Nyilvánvalóan azok, akik 100 százalék feletti áron vásárolták ezeket a kötvényeket, nem számíthattak arra, hogy bármilyen mértékben részesedhetnek az értékpapírpiacon jövőbeli emelkedéséből. Ezeknek a papíroknak az egyetlen vonzó jellemzőjük a hozzávetőleg 4,25 százalékra jutó jövedelemhozamuk volt

* Egy Graham véleményét fájdalmasan alátámasztó, közelmúltbeli példáért lásd a 120. oldalt.

** A kötvényárfolyamokat a névérték (vagyis a 100) százalékában jegyzik. A 85 százalékon forgó kötvényt névértékének 85 százalékán lehet megvásárolni; azaz egy eredetileg 10 000 dolláron értékesített, de jelenleg 85 százalékon jegyzett kötvény 8500 dollárba kerül. A 100 alatt forgó kötvényeket diszkontkötvényeknek, az a felett jegyzetteket pedig prémiumkötvényeknek nevezik.

(a kiváló besorolású kötvények 2,5 százalékos hozamával szemben ez a jövedelem éves szintjén 1,75 százalékpontos előnyt jelentett). Ám a folytatásban nagyon hamar és igen világosan kiderült, hogy az alacsonyabb besorolású kötvények tulajdonosa számottevő tőkevesztés kockázatát az éves jövedelem szintjén jelentkező mérsékelt előnyért.

A fenti példa lehetővé teszi, hogy figyelmünket az „üzletember befektetése” (businessman's investment) néven ismert népszerű tévhitre fordítsuk. E kifejezés alatt olyan értékpapír vásárlását értik, amely nagyobb hozamot kínál, mint amit a kiváló minősítésű kötvényekkel el lehet érni, és ennek megfelelően nagyobb kockázatot is hordoz magában. Rossz üzlet azonban elfogadni a tőkeösszeg elvesztésének elismert lehetőségét pusztán egy vagy két százalékponttal nagyobb évi jövedelemért. Ha hajlandóak vagyunk felvállalni némi kockázatot, akkor bizonyosodjunk meg arról, hogy a dolgok kedvező alakulása esetén jelentős árfolyam-emelkedésre számíthatunk. Ezért a *névértékén forgó*, 5,5 vagy 6,0 százalékos kamatozó, alacsonyabb besorolású kötvény szinte minden esetben rossz vétel. Ugyanannak a papírnak 70 százalékon már lehet valami értelme - és ha türelmesek vagyunk, akkor valószínűleg meg is tudjuk venni ezen a szinten.

Az alacsonyabb besorolású kötvények és elsőbbségi részvények két ellentétes tulajdonsággal bírnak, amit az intelligens befektetőnek erősen az agyába kell vésnie. Rossz piaci körülmények között szinte minden ilyen papírnak komoly mértékben esik az árfolyama. A kedvező feltételek visszatérésekor azonban nagy részük ledolgozza korábbi veszteségét, és ezek az ellenirányú mozgások végeredményben jól sülnek el. Ez még az olyan (kumulatív) elsőbbségi részvényekre is igaz, amelyek éveken át nem tudnak osztalékot fizetni. Az 1930-as évek hosszú válságának következményeként számos ilyen papír volt az 1940-es évek elején. A háború utáni fellendülés idején (1945-47) az így felhalmozott osztalék jelentős részét készpénzben vagy új értékpapírban kifizették, és a tőke összege is gyakran megtérült. Végeredményben jelentős profitra tettek szert azok, akik néhány évvel korábban megvásárolták ezeket az elhanyagolt, és éppen ezért alacsony áron forgó papírokat.²

Mindent egybevetve előfordulhat, hogy az alacsonyabb besorolású, előresorolt értékpapírokon elérhető magasabb hozamok képesek ellentételezni a tőkeérték visszafordíthatatlan veszteségeit. Más szóval lehetséges, hogy az a befektető, aki ilyen papírokat vásárol a kibocsátási árukön, *hosszú távon* ugyanolyan jól jár, vagy valamivel még jobban is, mint a befektetéseit kizárólag kiváló minősítésű értékpapírokra korlátozó társa.³

Ám gyakorlati okok miatt a kérdés nagyrészt irreleváns. Függetlenül a végeredménytől, az alacsonyabb besorolású papírokat teljes áron megvásárló befektető aggódni fog, és kényelmetlenül érzi magát, amikor a kötvények árfolyama meredeken zuhanni kezd. Ráadásul nem tud elég kötvényt vásárolni ahhoz, hogy biztosítsa magának az „átlagos” eredményt, és nincs olyan helyzetben sem, hogy nagyobb jövedelmének egy részét félretéve ellensúlyozza vagy „eltüntesse” a realizált tőkevesztéséget. Végül, de nem utolsósorban a józan ész

is azt mondja, hogy tartózkodni kell az értékpapírok 100 százalékos árfolyam körül történő megvételétől, ha a hosszú távú tapasztalatok szerint a következő piaci gyengélkedés idején 70 százalékon vagy akár az alatt is megvásárolhatók.

Külföldi államkötvények

Még a legzöldfülbű befektetők is tudják, hogy a külföldi kötvényeknek 1914 óta összességében nézve milyen csúnya befektetési történelmük van. A két világháború és a köztes időben bekövetkezett, példátlan mélységű világválság fényében sorsuk szinte törvényszerű volt. Ennek ellenére néhány évente kellően kedvező a piaci hangulat ahhoz, hogy névérték körül értékesítsenek újonnan kibocsátott külföldi kötvényeket. Ez a jelenség sokat elmond arról, hogyan működik az átlagos befektető elméje - és nem csupán a kötvények területén.

Nincsen *konkrét okunk* arra, hogy aggódjunk az olyan külföldi kötvények jövője miatt, mint amilyeneket a stabil lábakon álló országok, például Ausztrália vagy Norvégia bocsátanak ki. Am pontosan tudjuk azt, hogy ha és amikor beüt a baj, akkor a külföldi kötelezettségek tulajdonosainak sem jogi, sem egyéb eszközeik nincsenek követeléseik érvényesítésére. Akik a Kubai Köztársaság 4,5 százalékos kamatozású kötvényeit 117 százalékos árfolyamon vásárolták 1953-ban, azzal szembesültek, hogy papírjaik után nem fizetik a kamatokat, majd 1963-ban már 20 százalék körül forogtak a kötvényeik. Ugyanebben az évben a New York-i Értéktőzsdén jegyzett kötvények közül Belga Kongó 5,25 százalékos államkötvényei 36, Görögország 7 százalékos kamatozású állampapírjai 30 százalékon végeztek. Lengyelország különböző típusú papírjai pedig 7 százalékon forogtak. Vajon hány olvasónak van egyáltalán elképzelése arról, hogy milyen hanyattatáson mentek keresztül Csehszlovákia 8 százalékos kötvényei azóta, hogy 1922-ben először 96,5 százalékos árfolyamon értékesítették őket az Egyesült Államokban? 1928-ra 112 százalékig nőtt az árfolyamuk, 1932-re 67,75-ra csökkent, 1936-ban visszament 106-ra, 1939-ben az árfolyam összeomlott, és 6 százalékra zuhant, majd 1946-ra (hihetetlen módon) visszapattant 117-ig, 1948-ra 35-re esett, hogy 1970-ben 8 százalékon forogjanak a papírok!

Évekkel ezelőtt könyvünk idevágó oldalain azon az alapon érveltünk a külföldi kötvények vásárlása mellett, hogy egy olyan gazdag hitelező nemzetnek, mint az amerikai, erkölcsi kötelessége kölcsönadnia a külföldnek. A fordulatokban igen gazdag sors azonban olyan fékezhetetlen fizetésimérleg-problémát tartogatott számunkra, amely részben a magasabb hozam után vizslató amerikai befektetők nagymértékű külföldikötvény-vásárlásainak a számlájára írható. Korábban már megkérdőjeleztük, hogy a kötvényvásárló szempontjából mennyire vonzóak az ilyen befektetések; most talán hozzátehetjük azt is, hogy ő maga és az ország is profitálna abból, ha elkerülné ezeket a befektetési lehetőségeket.

Általánosságban az új kibocsátásokról

Nem tűnik szerencsésnek, hogy az összes új kibocsátást egy kalap alá véve próbáljunk meg velük kapcsolatban átfogó megállapításokat tenni, hiszen mind minőségüket, mind vonzerejüket tekintve igen nagy a szórás ezen papírok között. Bármilyen szabályt próbálunk is felállítani, minden bizonnyal szép számban lesznek alóla kivételek. Egyetlen javaslatunk, hogy minden befektető rendkívüli *óvatossággal* járjon el az új kibocsátásokkal kapcsolatban - ami egyszerűen azt jelenti, hogy vásárlás előtt gondos vizsgálódásnak és szokatlanul szigorú teszteknek vesse őket alá.

Két oka is van ennek a dupla elővigyázatosságnak. Az első, hogy az új kibocsátások mögött különleges értékesítési tevékenység áll, és éppen ezért magasabb szintű ellenállásra van szükség az ilyen próbálkozásokkal szemben.¹ A másik, hogy az új kibocsátások többségét „kedvező piaci körülmények” közepette próbálják meg értékesíteni - amelyek az eladó szempontjából kedvezők, és ebből kifolyólag a vevő számára nem mondhatók optimálisnak.²

Ezeknek a tényezőknek a hatása sokkal erősebbé válik, ahogy a skálán a kiváló minősítésű kötvényektől az alacsonyabb besorolású, előresorolt értékpapírokon keresztül eljutunk a részvénykibocsátásokig. A múltban hatalmas értékben hajtottak végre olyan finanszírozási műveleteket, amelyek során a meglévő kötvényeket visszahívási árfolyamon visszavásárolták, és alacsonyabb kamatozású, új kibocsátású papírokra cserélték. Az ilyen műveletek többsége a kiváló besorolású kötvények és elsőbbségi részvények kategóriájában zajlott. A vevők elsősorban pénzügyi intézmények voltak, amelyek kellő képzettséggel rendelkeztek érdekeik védelmére és érvényesítésére. Ezért ügyeltek arra, hogy az ily módon kibocsátott értékpapírokat a hasonló értékpapíroknak megfelelően árazzák, így a rámenős értékesítési tevékenységnek csupán csekély hatása lehetett az eredményre. Ahogy azonban a kamatlábak egyre alacsonyabb szintre estek, a vevők végül túl magas áron vásárolták meg ezeket a papírokat, és közülük soknak a piaci árfolyama később érzékelhetően csökkent. Ez az egyik következménye annak az általános tendenciának, hogy bármiféle új értékpapírt akkor érdemes kibocsátani, amikor a körülmények a kibocsátó szemszögéből a leginkább kedvezők; ám a kiváló minősítésű értékpapírok esetében a vevőt érő káros hatások valószínűleg csak kellemetlenek lesznek, de nem komolyak.

Teljesen más azonban a helyzet akkor, ha megvizsgáljuk az 1945-46-ban és 1960-61-ben értékesített alacsonyabb besorolású kötvényeket és elsőbbségi részvényeket. Esetükben sokkal inkább tetten érhető az értékesítési törekvések hatása,

* Az új részvénykibocsátások - angolul initial public offering (IPO) - esetében a papírokat általában 7 százalékos „aláíró diszkonttal” (beépített jutalékkal) értékesítik. Már forgalomban lévő részvények vétele esetén a jutalék jellemzően 4 százalék alatt marad. Ha a Wall Street nagyjából kétszer annyit keres az új részvények értékesítésével, mintamennyit a régi papírokon, akkor az újak eladását fogja erőltetni.

** Owen Lamont, a Chicagói Egyetem pénzügyprofesszora és Paul Schultz, a Notre Dame-i Egyetem oktatója a közelmúltban kimutatták, hogy a vállalatok a részvénypiacok csúcseinak közelébe időzítik új részvényeik nyilvános kibocsátását. Bővebben lásd Lamont, „Evaluating Value Weighting: Corporate Events and Market Timing” valamint Schultz, „Pseudo Market Timing and the Long-Run Performance of IPOs” című tanulmányát, amelyek a <http://papers.ssrn.com> oldalon érhetők el.

mert a zömükkel inkább az egyéni és tapasztalatlan befektetőket célozták meg. Ezek a papírok nem feleltek volna meg a szükséges kívánalmaknak, ha a mögöttük álló vállalatok kellően hosszú periódusra vetített teljesítménye alapján becsülték volna meg őket. A többségük elég biztonságosnak tűnt, amennyiben azt feltételezhettük, hogy az elmúlt időszakban elért nyereségüket a jövőben is képesek lesznek hozni komolyabb visszaesés nélkül. Azok a befektetési bankárok, akik közreműködtek ezeknél a kibocsátásoknál, minden bizonnyal elfogadták ezt a feltételezést, értékesítőiknek pedig nem okozott nehézséget, hogy megszeressék, ügyfeleikkel pedig megszeretessék ezeket a papírokat. Mindazonáltal téves és valószínűleg költségesnek bizonyuló megközelítése ez a befektetéseknek.

A bika piaci időszakokra általában jellemző, hogy magántulajdonban lévő vállalkozások nagy számban alakulnak át tőzsdén jegyzett (nyilvános) részvénytársasággá. Így volt ez 1945-46-ban, később pedig a 60-as évek elején. A folyamat ezt követően rendkívüli mértéket kezdett ölteni, majd 1962 májusában katasztrofális véget ért. A néhány évnyi szokásos „szitkozódás” után az egész tragikomédia újrakezdődött, és 1967 és 1969 között lépésről lépésre megisméltődött.¹

Új részvénykibocsátások

A következő bekezdéseket változtatás nélkül közöljük könyvünk 1959-es kiadásából:

A részvény finanszírozásnak két különböző formája létezik. A már tőzsdén jegyzett társaságok esetében az újabb részvényeket jelenlegi tulajdonrészük arányában ajánlják fel a meglévő részvényeseknek. A jegyzési árat a piaci ár alatt határozzák meg, és így a jegyzési „jog” pénzbeli értéket képviseel.” Az esetek többségében egy vagy több

* Az 1960 júniusa és 1962 májusa közötti két évben több mint 850 vállalat értékesítette részvényeit első alkalommal a nyilvánosságnak - ami napi átlagban több mint egy nyilvános kibocsátást jelent. 1967 végén az IPO-piac újra felpörgött; 1969-ben megdőbbszentő számú, 781 új részvény látott napvilágot. Eza túlkínálat is hozzájárult az 1969-es és 1973-74-es medve piacok kialakulásához. 1974-ben az IPO-piac annyira halott volt, hogy mindössze kilenc új részvény: vezettek be a tőzsdére, míg 1975 folyamán csupán 14 részvény született. Ez az elégtelen kínálat viszont az 1980-as évek bika piacát erősítette, amikor is 4000 új részvény árasztotta el a piacot - és táplálta az 1987-es válsághoz vezető túlzott lelkesedést. Ezt követően az inga ismét a másik irányba lendült, és 1988-1990-ben teljesen kiszáradt az IPO-k piaca. Ez a hiány is hozzájárult az 1990-es évek bika piacához, amikor a Wall Street szinte vezényszóra nekilátott új részvényeket teremteni, és közel 5000 nyilvános kibocsátásnak lehettünk szemtanúi. Miután ezt követően 2000-ben kipukkadt a lufi, 2001-ben csak 88 nyilvános kibocsátást szerveztek - ami 1979 óta az egy év alatt látott legkevesebb volt. A nagyközönség minden esetben megégette magát ezekkel a nyilvános kibocsátásokkal, ezért legalább két évig messzire elkerülte őket, de aztán újra és újra visszatért a mézszárszékre. Amióta részvényt piac létezik, a befektetők ugyanezen a mániás depressziós cikluson mennek keresztül. Amerika első nagy IPO-láza idején, még 1825-ben, egy férfi állítólag életét vesztette a spekulánsok túlekedésében, akik az új Bank of Southwark részvényeit próbálták megvásárolni; a jómódú vevők olyanokat béreltek fel, akik segítettek nekik utat törni az első sorba. Ami tény; 1829-re ezek a részvények értékük nagyjából 25 százalékát elvesztették.

** Graham itt a régi részvényeseknek szóló, korlátozott körű kibocsátásról ír, amelyben a már részvennyel rendelkező befektetőket kéri fel, hogy további összeget kifizetve tartsák meg a vállalatban fennálló tulajdonrészük arányát. Ezt az Európában még mindig széles körben elterjedt finanszírozási formát - a zártvégű alapok kivételével - ma már ritkán használják az Egyesült Államokban.

Az intelligens befektető

befektetési bank garanciát vállal az új részvények jegyzésére, de az általános remény és várakozás szerint az összes új papír már a jegyzési jogok gyakorlásával gazdára talál. Ez azt jelenti, hogy a már tőzsdén jegyzett vállalatok újonnan kibocsátott részvényeinek értékesítéséhez általában nincs szükség aktív értékesítési tevékenységre.

A másik típusú kibocsátás esetében korábban zártkörűen működő magánvállalkozások részvényeit értékesítik a nagyközönség számára. A részvények értékesítésével a vállalat a kedvező piaci körülmények kihasználásáért és finanszírozása diverzifikálásáért cserébe általában lemond az irányítást biztosító befolyásolásról. (Ahogy korábban már jeleztük, a vállalatok gyakran elsőbbségi részvények értékesítésével vonnak be forrást a vállalkozásba.) Az ilyen kibocsátások jól meghatározott séma szerint zajlanak, és az értékpapírpiacon természetéből fakadóan jelentős veszteséget és csalódások tömkelegé! okozzák a nagyközönségnek. A veszélyek egyrészt az így finanszírozott vállalkozások jellegéből, másrészt pedig a finanszírozást lehetővé tevő piaci körülményekből erednek.

A század korai évtizedeiben a vezető amerikai társaságok nagy részét bevezették a tőzsdére. Ahogy múlt az idő, folyamatosan csökkent azoknak a meghatározó nagyvállalatoknak a száma, amelyek továbbra is zártkörűen működtek; így az elsődleges nyilvános kibocsátások között egyre több viszonylag kisebb vállalkozást találhattunk. Szerencsétlen egybeesésként a részvényvásárló közönségben ugyanebben az időszakban kezdett megrögzött preferencia kialakulni a nagyvállalatok iránt, és hasonló előítélet a kisebbekkel szemben. A bika piac felerősödésekor sok más előítélethez hasonlóan azonban ez is gyengülni szokott; a részvényt piac egésze által elért nagy és gyors profit elegendő a nagyközönség kritikai érzékének eltompításához és nyereségvágyának feltűzeléséhez. Ilyen időszakokban szép számban találhatunk olyan magánkézben lévő vállalatokat, amelyek kitűnő eredményekkel büszkélkednek - igaz ugyan, hogy a többségüknek nem lenne oka az örömrre, ha a számokat hosszabb időszíkon, mondjuk, tíz évre visszamenőleg vizsgálánánk.

Amikor összegezzük ezeket a tényezőket, az alábbi következtetésekhez jutunk: valamikor a bika piac közepén felütik fejüket az elsődleges nyilvános részvénykibocsátások. Ezeket általában vonzó módon árazzák be, és a korai kibocsátások vezetői tiszties profitra tehetnek szert. Ahogy a piaci emelkedés folytatódik, egyre gyakrabban fordulnak a vállalatok a finanszírozás ezen módjához; a kibocsátásokban érintett cégek minősége folyamatosan romlik; a papírokért kért ár pedig egyre túlzóbb lesz. Viszonylag biztos jele a bika piac közelgő végének, ha a kisméretű és ismeretlen társaságok új részvényeit a hosszú piaci történelemre visszatekintő, közepes méretű vállalatok aktuális árfolyamánál is magasabb árakon kínálják eladásra. (Hozzá kell tenni, hogy az ilyen jellegű részvényfinanszírozások igen kis részét bonyolítják le a meghatározó és jó hírnevű bankházak.)¹

* Graham idejében a nagy presztízsű befektetési bankok általában távol maradtak az IPO-üzlettől, amelyet a naiv befektetők méltóságán aluli kihasználásának tekintettek. Mire azonban 1999 végén és 2000 elején az IPO-láz elérte tetőpontját, a Wall Street legnagyobb befektetési bankjai is páros láobal ráugrottak a témára. Tiszteletre méltó cégek tradicionális óvatosságukat sutba dobva, részeg iszapbirkózó módjára próbálták meg rászózni a mesésen túlárzott részvényeket a végzetesen mohó közönségre. Graham leírása az IPO folyamatának alakulásáról olyan klasszikus, amely kötelező olvasmány kellene, hogy legyen a befektetési bankárok etikaóráján - feltéve persze, hogy tanulnak ilyet.

Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a negatív megközelítés

Az emberek meggondolatlansága és az értékesítők azon hajlama, hogy mindent eladnak, ami nyereségesen eladható, egyetlen eredményre vezethet - az árak összeomlásához. Az új értékpapírok sok esetben kibocsátási áruk több mint 75 százalékát elvesztették. A helyzetet tovább súlyosbította az a már említett tény, hogy az emberek szívük mélyén ellenérzést táplálnak azon kis cégek papírjai ellen, amiket meggondolatlan pillanataikban oly lelkesen vásároltak. Sok ilyen részvény legalább annyival valódi értéke alá esett, mint amennyivel a fölött értékesítették korábban.

Alapszintű elvárás az intelligens befektetővel szemben, hogy bika piacok idején képes legyen ellenállni az új kibocsátású részvények megvásárlására csábító értékesítőknél. Annak ellenére, hogy egy-két olyan papír biztosan található, amelyik átmegy a minőség és értékelés szigorú tesztjein, nagy valószínűséggel nem érdemes belekeveredni az ilyen típusú ügyletekbe. Természetesen az értékesítő számos olyan papírt tud mutatni, amely jelentős mértékű emelkedésen ment át - köztük olyanokat is, amelyek már első kereskedési napjukon látványosan kilóttek. Ám mindez csak a spekulatív hangulat része. Könnyű pénz. Minden így megkeresett dollár esetében szerencsésnek mondhatjuk magunkat, ha összességében két dollár veszteséggel megússzuk a dolgot.

Némely papírok kiváló vételnek bizonyulhatnak - ám csak néhány év múlva, amikor már senki sem akarja venni őket, és valódi értékük töredékéért megszerezhetők.

Az 1965-ös kiadásban a következőképpen folytattuk a téma megtárgyalását:

Míg a részvénytőkepiac 1949 utáni viselkedése általánosságban nem igazán volt összhangban a hosszú évek tapasztalataira épülő elemzésekkel, az új részvénykibocsátások pontosan a jól bevált recept szerint alakultak. Vitan felül áll, hogy az 1960-1962-es időszakban minden korábbinál több - és gyengébb minőségű - új részvényt kínáltak eladásra, és soha ilyen extrém mértékű áreséseknek nem lehattunk szemtanúi, mint ekkor.⁴ A részvénytőkepiac egészének azon képessége, hogy ilyen gyorsan túl tudott lépni ezen a katasztrófán, igazán figyelemreméltó jelenség, és olyan rég eltemetett emlékeket hozott felszínre, mint az 1925-ös, nagy floridai ingatlanválság idején tanúsított sebezhetetlenség.

Vajon még a jelenlegi bika piac vége előtt visszatér az új részvénykibocsátások iránti örület? Ki tudja? Az viszont tény, hogy az intelligens befektető nem feledi el, hogy mi történt 1962-ben, és hagyni fogja, hogy mások arassák le az ilyen papírokkal elérhető gyors profitot, hogy azután ők legyen azok is, akik elviselik a szükségszerűen következő fájdalmas veszteségeket.

Az 1965-ös kiadásban az „Elrettentő példa” című rész követte ezeket a bekezdéseket. Ebben az Aetna Maintenance Co. részvényeinek 1961. novemberi, 9 dolláron történő értékesítésével példálóztunk. A papírok árfolyama a megszokott forgatókönyv szerint gyorsan 15 dollárra emelkedett; a következő évben 2,375, majd 1964-ben 0,875 dollárra esett. A vállalat későbbi története is rendkívülinek bizonyult, és jól példázza, hogy milyen különös átalakulások mentek végbe az

elmúlt évek amerikai gazdaságában. Az érdeklődő olvasók az 5. *függelékben* olvashatnak a társaság régebbi és közelmúltbeli történetéről.

Egyáltalán nem nehéz a fentieknél még szívszaggatóbb példákat mutatni a „régóta” legfrissebb előadásából, amely az 1967 és 1970 közötti időszakban zajlott. Mi sem alkalmasabb erre, mint az AAA Enterprises esete. Akkoriban ez a vállalat volt a Standard & Poor's *Stock Guide* című részvénypiaci útmutató listájában a legelső. A részvényeket 1968-ban 14 dollárért értékesítették a nagyközönségnek, az árfolyam azonnal felment 28 dollárig, ám 1971 elején mindössze szerény 25 centen jegyezték a papírt. (És még ezen az áron is jócskán felülértékelt volt a vállalat, amely éppen akkor reménytelenül várta a csődbírói eljárás eredményét.) Annvi tanulságot és figyelmeztetést vonhatunk le ebből a részvény-kibocsátási történetből, hogy megérdemli azt, hogy a *17. fejezetben* részletesen is foglalkozzunk vele.

Kommentár a 6. fejezethez

Az elhibázott ütések veszik ki belőled a legtöbbet.

(Angelo Dundee, bokszedő)

Ha sikert szeretne elérni, az agresszív és az óvatos befektetőnek egyformán fontos tudnia azt, hogy mit szabad, és mit nem. Graham ebben a fejezetben az agresszív befektetőkre vonatkozó tiltásait sorolta fel. Következzék most ugyanez a lista a mai kor befektetőinek.

Szeméttelapi kutyák?

Graham határozottan elutasítja az - általa „alacsonyabb besorolású” a mai szóhasználatban pedig „bóvli kötvénynek” nevezett - magas hozamú kötvényeket. Az ő korában az egyéni befektető számára túl költséges és körülményes volt a csődkockázat diverzifikálása.' (Ha tudni szeretnénk, milyen csúnya dolog tud lenni a csőd, és hogy még a „kifinomult” professzionális kötvénybefektetők is milyen meggondolatlanul vásárolhatnak, olvassuk el a 120. oldalon lévő keretes írást.) Napjainkban azonban több mint 130, bóvli kötvényekre szakosodott befektetési alap közül választhat az egyszerű befektető. Ezek az alapok szekerderéknyi mennyiségben vásárolják a bóvli papírokat, és több tucat különböző kötvényt tartanak. Ezzel leszerelhető Grahamnek a diverzifikálás nehézségeivel kapcsolatos aggálya. (A magas hozamú elsőbbségi részvényekkel szembeni ellenérzése azonban továbbra is jogos, mivel a mai napig sem létezik olcsó és széles körben elérhető módszer ezek kockázatának szétterítésére.)

1978 óta a bóvli kötvények piacának éves átlagban 4,4 százaléka ment csődbe - ám a bóvli kötvények még ezzel együtt is évi 10,5 százalékos hozamot produkáltak, szemben a 10 éves amerikai államkötvények 8,6 százalékos eredményével.² Sajnos a bóvli *kötvényalapok* többsége magas díjakat számít fel, és gyenge eredményeket ér el befektetésünk eredeti tőkeösszegének megőrzésében. Egy bóvli alap azok számára lehet megfelelő választás, akik nyugdíjban vannak, kis többletjövedelemmel szeretnék

1 A könyv Írásakor, vagyis az 1970-es évek elején egy tucatnál is kevesebb bóvli kötvényalap működött, ráadásul ezek mindegyike közel 8,5 százalékos eladási jutalékot számított fel; egyes alapoknál még azért a kiváltságért is fizetni kellett, hogy a havi osztalékokat visszaforgassák az alapba.

2 Edward I. Altman és Gaurav Bana: „Defaults and Returns on High-Yield Bonds”, tanulmány, Stern School of Business, New York University, 2002.

A szívtipró WorldCom-kötvények

Kötvényt egyedül a hozamért megvásárolni olyan, mint kizárólag a szex kedvéért megházasodni. Ha az egyetlen vonzeró elillan, fel kell tenni magunknak a kérdést: „Mi maradt még?” És ha a válasz egyszerűen az, hogy „semmi” akkor a házastársak és a kötvénytulajdonosok is megsebzett szívvel állnak ott.

2001. május 9-én a WorldCom, Inc. nevű társaság az amerikai történelem legnagyobb, 11,9 milliárd dollár értékű kötvénykibocsátását hajtotta végre. Az akár 8,3 százalékos hozam többek között olyan mohó vevőket vonzott, mint a California Public Employees' Retirement System (Kaliforniai Közalkalmazottak Nyugdíjrendszere), amely egyike a világ legnagyobb nyugdíjalapjainak; a Retirement Systems of Alabama (Alabama Állam Nyugdíjrendszerei), amelynek képviselői később azt nyilatkozták, hogy a „magasabb hozamokat rendkívül vonzóknak találtuk a vásárlás idején”; és a Strong Corporate Bond Fund, amely kötvényalap menedzsere annyira beleszeretett a WorldCom által ígért mesés hozamba, hogy hencegve jelentette ki: „bőségesen megfizetika kockázatunkat!”

Ám elég lett volna harminc másodperc alatt átfutni a WorldCom kibocsátási tájékoztatóját, amelyből kiderült volna, hogy a kötvények a hozamukon kívül semmit nem nyújtanak, a befektetők viszont mindenüket elveszíthetik általuk. Az előző öt év közül kétfőben a WorldCom adózás előtti eredménye (vagyis a vállalat profitja, mielőtt teljesítette volna adófizetési kötelezettségét az adóhivatalnak) csekély 4,1 milliárd dollárral kevesebbnek bizonyult, mint a társaság állandó költsége (a kötvénytulajdonosoknak járó kamatköltség). A WorldCom csupán további bankihitel-felvétellel tudta fedezni a kamatkifizetéseit. És ezzel az újabb, gigantikus kötvénykibocsátással a WorldCom évi további 900 millió dollárral hízalta kamatköltségeit!² Mint Mr. Creosote a *Monty Python: Az élet értelme* című filmjében, a WorldCom is kipukkadásig tömte magát.

Semmilyen hozam nem lehet elegendően magas ahhoz, hogy ellentételezze az ilyen típusú „kipukkadásnak” a befektetőt fenyegető kockázatát. Néhány hónapig a WorldCom kötvényei zsíros, 8 százalék közeli hozamot produkáltak. Majd, ahogy azt Graham is megjósolta volna, a hozam hirtelen nem jelentett már védelmet:

- A WorldCom 2002 júliusában csődöt jelentett.
- A vállalat 2002 augusztusában elismerte, hogy több mint 7 milliárd dollárral eltúlozta a nyereségét.
- Amikor a WorldCom már nem tudta fedezni kamatkötelezettségeit, a vállalat kötvényei bedőltek; a papírok eredeti értékük több mint 80 százalékát elvesztették.

1 Lásd www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/2002/0716a.htm, Retirement Systems of Alabama Quarterly Investment Report, 2001. május 31., <http://www.rsa-al.gov/Investments/investments.html>; és John Bender, a Strong Corporate Bond Fund menedzsere a www.businessweek.com/magazine/content/01_22/b3734118.htm cikkben.

2 A számok a WorldCom kötvénykibocsátási tájékoztatójából származnak. A 2001. május 11-én beadott dokumentum a www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html oldalon tekinthető meg (a „Company name” mezőbe a „WorldCom” nevet írjuk be). Ma már annak tudatában, hogy a WorldCom nyereségét meghamisították és eltúlozták, könnyű okosnak lenni, ám biztosak vagyunk abban, hogy a WorldCom kötvénykibocsátása elrémisztette volna Grahamet.

Kommentár a 6. fejezethez

kiegészíteni nyugdíjukat, és képesek elviselni befektetésük értékének átmeneti kilengéseit. Ha bankban vagy más pénzügyi szervezetnél dolgozunk, akkora kamatszint jelentős emelkedése fizetésemelésünk korlátja lehet, sőt akár állásunk biztonságát is veszélyezteti - így egy bővli alap, amely a kamatlábak emelkedése esetén jellemzően felülteljesíti a többi kötvényalapot, jó ellensúlyt képezhet nyugdíj-takarékossági számlánkon. A bővli kötvényalap mindazonáltal csak lehetőség, és egyáltalán nem kötelező eszköz az intelligens befektető számára.

A „vodka és burrito” portfólió

Graham semmivel nem becsülte többre a külföldi kötvényeket, mint a bővli papírokat.³ Napjainkban azonban a külföldi kötvények bizonyos típusa némi vonzeróval bírhat a jelentős mértékű kockázatot elviselni képes befektetők számára. Körülbelül tucatnyi befektetési alap olyan feltörekvő piaci országokban kibocsátott kötvényekre specializálódott, mint Brazília, Mexikó, Nigéria, Oroszország és Venezuela. (Korábban „harmadik világbeli országok” névvel illették ezeket.) Egyetlen épeszű befektető sem teszi teljes kötvényportfóliójának több mint 10 százalékát ilyen egzotikus papírokba. Mivel azonban a feltörekvő piaci kötvényalapok ritkán mozognak az amerikai részvénypiaccal szinkronban, ezek az alapok azon ritka befektetések közé tartoznak, amelyek várhatóan nem fognak esni pusztán azért, mert a Dow lefelé indult. Portfólióink ezen kis része ezért szerény lelki vigaszt nyújthat, amikor arra a leginkább szükségünk van.⁴

A kereskedő halála

Az 1. fejezetben már láthattuk, hogy a napon belüli kereskedés (day trading) - vagyis amikor a részvényeket legfeljebb néhány óra hosszát tartjuk - a létező legjobb fegyver pénzügyi öngyilkosság elkövetésére. Néhány ügyleten nyerhetünk, a többségén azonban veszíteni fogunk, míg brókerünk minden kötésen keresni fog.

Ráadásul saját mohóságunk, hogy megvegyünk vagy eladjunk egy részvényt, csökkentheti az ügylet eredményét. Aki türelmetlenül meg akar vásárolni egy részvényt, könnyen úgy jár, hogy az utolsó kötési árfolyamnál akár 10 centtel is többet kénytelen fizetni, hogy találjon olyan eladót, aki hajlandó megszabadulni a papírtól. Ez az „árhatásnak” is nevezett többletköltség soha nem jelenik meg a brókertől kapott számlakivonaton, mégis valós jelenség. Ha túl mohón szeretnénk 1000 darab részvényt venni, és ezzel mindössze öt centtel felveszük az árat, 50 dollár láthatatlan, ennek ellenére igen húsbavágó többletköltséget okozunk saját magunknak. Fordítva

3 Graham nem kívülállóként kritizálta a külföldi kötvényeket, hiszen karrierje korábbi időszakában éveken át japán kibocsátók New York-i székhelyű kötvényügynökeként dolgozott.

4 Két alacsony <ötséggel és jól működtetett feltörekvő piaci kötvényalap a Fidelity New Markets Income Fund és a T. Rowe Price Emerging Markets Bond Fund; további információért lásd www.fidelity.com, www.troweprice.com és www.morningstar.com. Ne vásároljunk olyan feltörekvő piaci kötvényalapot, amelynek éves működési költségei meghaladják az 1,25 százalékot és ne feledjük, hogy egyes alapok magasabb díjat számítanak fel a rövid időn belül visszaváltott befektetési jegyek után, így ösztönözve a befektetőket, hogy minimum három hónapig tartsák azokat.

Kommentár a 6. fejezethez

is igaz, hogy amikor pánikba esett befektetők önkívületben próbálják eladni papírjaikat, a legutolsó kötési árnál alacsonyabb szinten is megszabadulnak azoktól, és az árhatás megint lesújt rájuk.

A kereskedési költségek pontosan úgy emésztik fel nyereségünket, ahogy a tenger hullámai lassan, de biztosan nyaldossák a partot. A részvények vételi vagy eladási költsége 2 és 4 százalék közé tehető (ami vétel és eladás esetén együtt már a 4-8 százalékot is eléri).⁵ Ha 1000 dollár értékben vásárolunk részvényt, akkor a kereskedési költségek rögtön durván 40 dollárt emésztettek fel - és akkor a részvényárfolyammal még semmi nem történt. Adjuk el a részvényt, és újabb 4 százaléknyi kereskedési költségünk keletkezik.

Óh, igen - és még valami. Amikor befektetés helyett kereskedünk, a hosszú távú nyereségből (amely után legfeljebb 20 százalékos árfolyamnyereség-adót kell fizetni) rendes jövedelem lesz (amelyet akár 38,6 százalékos adó is terhelhet).

Ha mindent összeadunk, a részvénykereskedőnek legalább 10 százalékot kell nyernie csak ahhoz, hogy *nullán* legyen egy részvény vétele és eladása után.⁶ Erre egyszer - pusztán vakszerencsével - bárki képes lehet. Ezt azonban lehetetlen olyan gyakran megcsinálni, hogy megérje az ehhez szükséges rögzítés odafigyelést - és a velejáró idegi feszültséget.

Sok ezer ember megpróbálta, és a tanulság egyértelmű: minél gyakrabban kereskedsz, annál kevesebbed marad.

Brad Barber és Terrance Odean, a Kaliforniai Egyetem pénzügyprofesszorai nagy diszkontbrókercégek több mint 66 ezer ügyfelének kereskedési rekordjait vizsgálták meg. 1991 és 1996 között ezek az ügyfelek több mint 1,9 millió ügyletet kötöttek. A kereskedési költségeket nem számítva, a vizsgált ügyfelek legalább évi fél százalékkal felülmúlták a piaci átlagot. Ám amint a kereskedési költségeket is figyelembe vesszük, a kereskedők legaktívabb csoportja - akik részvénybefektetéseik értékének 20 százalékát meghaladó havi forgalmat bonyolítottak le - felülteljesítés helyett évi 6,4 százalékponttal alulmúlták a piac átlagos teljesítményét. Ám a legtürelmesebb befektetőknek - akik egy átlagos hónapban értékpapírszámlájuk egyenlegének mindössze 0,2 százalékát kitevő forgalmat generáltak - még a kereskedési költségek levonása után is sikerült hajszálnyival felülmúlni a piacot. Ahelyett, hogy a torta legnagyobb szeletét átengedték volna brókerüknek és az adóhivatalnak, majdnem mindent maguknak tartották meg.⁷ A kutatás eredményeit a 6.1. ábrán látjuk.

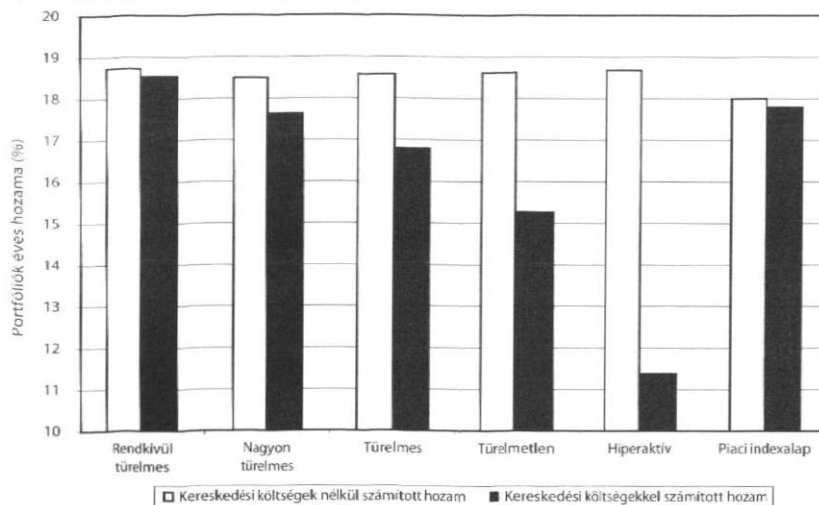
5 A brókerköltségek forrása a Kalifornia állambeli Santa Monicában működő Plexus Group és annak weboldala, a www.plexusgroup.com. A Plexus következetesen azt állítja, hogy-hasonlóan ahhoz, ahogy a jéghegy nagyobb része is az óceán alatt van, és láthatatlan - a brókerköltségek jelentős része nem kézzelfogható módon jelentkezik az ügyfelek számára, akik így abba a tévhitbe ringatják magukat, hogy alacsony jutalékok esetén a kereskedési költségek elhanyagolhatók. Magánszemélyek esetében a NASDAQ-on jegyzett részvények kereskedési költségei jelentősen meghaladják a New York-i Értéktőzsdén jegyzett papírokat (lásd 104. oldal, 6. lábjegyzet).

6 A valóság még ennél is zordabb, mivel példánkban az állami jövedelemadókat figyelmen kívül hagytuk.

7 Barber és Odean megállapításait a <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/Current%20Research.htm> címen találjuk. Mellesleg számos más, a professzionális portfólió-menedzserek körében végzett kutatás is lényegében ugyanerre az eredményre jutott - vagyis a probléma nem csupán a „naiv” egyéni befektetők körében áll fenn.

Kommentár a 6. fejezethez

6.1. ábra: *Minél gyorsabban futsz, annál jobban lemaradsz*



Brad Barber és Terrance Odean kutatók kereskedési aktivitásuk intenzitása alapján osztották öt csoportra a megvizsgált több ezer kereskedőt. Nyereségük legnagyobb részét azok tudták megtartani, akik a legritkábban kereskedtek (balra). A türelmetlen és hiperaktív kereskedők brókereiket, nem pedig saját magukat tették gazdaggá. (Az ábra jobb szélén található oszlopokon összehasonlításként a piaci indexalapot láthatjuk.)

Forrás: Brad Barber és Terrance Odean, a Kaliforniai Egyetem oktatói

A tanulság egyértelmű: nem kell folyton nyüzsögni, hanem meg kell tanulni türelmesen, ölbe tett kézzel várni. El kell fogadni, hogy a „hosszú távú befektető” kifejezésben a hosszú távú jelző felesleges, hiszen a befektetés szükségszerűen csak hosszú távú lehet. Ha valaki legfeljebb néhány hónapig képes egy részvényt megtartani, a győztes helyett az áldozat szerepére ítéltetett.

Ki korán kel, darazsat nyel

Az 1990-es években a befektetői közönség elméjét mértelyező, gyors meggazdagodást ígérő szérumok közül az egyik legveszedelmesebb az volt, amely szerint elsődleges nyilvános kibocsátásokon vásárolva lehet vagyont gyűjteni. Az elsődleges nyilvános kibocsátás (initial public offering, IPO) alkalmával egy vállalat részvényeit első ízben lehet nyilvánosan jegyezni, azaz megvásárolni. Első hallásra kiváló ötletnek tűnik ilyen papírokba fektetni - gondoljunk csak arra, hogy ha 100 Microsoft-részvényt vásároltunk volna 1986. március 13-án, amikor az addig zártkörűen működő cég papírjait először jegyezni lehetett, a 2100 dolláros befektetésünk 2003 elejére 720 000 dollárra nőtt volna.⁸ Jay Ritter és William Schwert pénzügyprofesszorok kimutatták, hogy ha 1960 januárjában összesen csupán 1000 dollárt fektettünk volna be az adott hónap nyilvános kibocsátásain az új papírok ajánlati áron való megvásárlására, majd azokat az adott hónap végén eladtuk

⁸ Lásd www.microsoft.com/msft/stock.htm, „IPO investment results”.

Kommentár a 6. fejezethez

volna, és a pénzt a következő hónapban ismét a nyilvános kibocsátásokon fektettük volna be, akkor 2001 végén portfóliónk 533 kvintilliárd dollárt ért volna.

(Számokkal kiírva így néz ki ez az összeg:

533 000 000 000 000 000 000 000 000 000 000.)

Sajnos minden olyan sikertörténetre, mint amilyenek a Microsoft elsődleges részvénykibocsátása bizonyult, több ezer vesztes jut. Dániel Kahnerman és AmosTversky pszichológusok kimutatták, hogy amikor mi, emberek valamilyen esemény valószínűségét vagy gyakoriságát próbáljuk megbecsülni, nem az alapján alkotunk ítéletet, hogy ténylegesen milyen gyakran következett be ez az esemény, hanem hogy a múltbeli előfordulásai milyen élénken élnek bennünk. Mindannyian „a következő Microsoftot” akarjuk megvásárolni - pontosan azért, mert tudjuk, hogy az első Microsoftról lemaradtunk. Ám könnyedén szemet hunyunk azon tény felett, hogy a többi IPO nagy többsége katasztrofális befektetésnek bizonyult. Csak akkor tehetünk volna szert az 533 kvintilliárd dollár nyereségre, ha az IPO-piac ritka nyertesei közül egyről sem maradtunk volna le - ami gyakorlatilag lehetetlenség. Ráadásul az IPO-kon elért hatalmas profit nagy részét egy exkluzív, zártkörű klub tagjai zsebelték be: a nagy befektetési bankok és alapok, amelyek az elsődleges kibocsátási (vagy „aláírói”) áron még az előtt szerezték be a részvényeket, hogy azok nyilvános kereskedése megkezdődött volna. A legnagyobb „felfutások” gyakran az olyan kis részvények esetében következtek be, amelyekből sok nagybefektetőnek egyetlen részvény sem jutott; egyszerűen nem volt elegendő a papirokból.

Amennyiben a befektetők nagy többségéhez hasonlóan csak azt követően férünk hozzá a nyilvános kibocsátás során értékesített papírokhoz, hogy azok a zártkörű értékesítés árfolyamáról rakéta módjára kilöttek, borzasztó eredményekre számíthatunk. Ha 1980 és 2001 között az első nyilvános kereskedési nap záró árán vásároltuk volna meg az IPO-kat, és három évig tartottuk volna a papírokat, akkor éves szinten több mint 23 százalékkal alulmúltuk volna a piacot.⁹

Talán egyik részvény sem testesíti meg olyan jól a nyilvános kibocsátásokból való meggazdagodás vágyalmát, mint a VA Linux. „A LINUX A KÖVETKEZŐ MSFT,” ujjongott egy korai vásárló, „VEDD MEG MOST, ÉS ÖT ÉV MÚLVA NYUGDÍJBA MEHETSZ.”¹⁰ Az 1999. december 9-i nyilvános kibocsátáson 30 dolláron ajánlották fel megvételre a részvényeket. Ám olyan mindent elsöprő kereslet volt a papírok iránt, hogy aznap reggel, amikor a NASDAQ kinyitott, 299 dollár alatt a VA Linux-részvények első tulajdonosai közül senki nem volt hajlandó megválni papírjaitól. A részvény 320 dolláros csúcson is járt, és végül 239,25 dolláros záró áron fejezte be a kereskedést, ami *egyetlen nap alatt* 697,5 százalékos nyereséget jelentett. Ám ezt kizárólag néhány intézményi befektető zsebelhette be, az egyéni befektetők szinte teljesen ki voltak ebből rekesztve.

9 Jay R. Ritter és Ivo Welch: „A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”, *Journal of Finance*, 2002. augusztus, 1797. oldal. Ritter és Welch weboldala (<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/>, illetve <http://welch.som.yale.edu/>) aranybánya az IPO-k iránt érdeklődők számára.

10 A 9-es számú üzenet a messages.yahoo.com oldalon lévő VA Linux (LINUX) üzenőfalon olvasható, szerzője GoldFingers69, időpontja 1999. december 16. Az MSFT a Microsoft Corp. tőzsdei szimbóluma.

Kommentár a 6. fejezethez

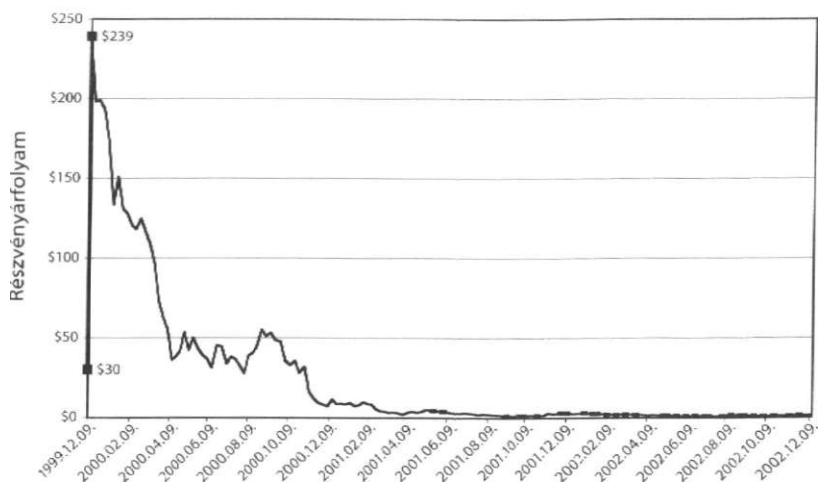
Még ennél is lényegesebb, hogy az IPO-k megvásárlása azért is rossz ötlet, mert látványosan szembemegy Graham egyik alapvető szabályával: mindegy, hogy hány más ember akar megvásárolni egy részvényt, mi csak akkor vegyük meg azt, ha általa olcsón válhatunk egy áhított vállalkozás tulajdonosaivá. A befektetők az első napi árfo-lyamcsúcson 12,7 milliárd dollárra értékelték a VA Linux részvényeit. Mennyit ért maga a vállalat? Az alig öt éve működő VA Linux összesen 44 millió dollár értékben értéke-sítette szoftvereit és szolgáltatásait - ám ezen tevékenységén mintegy 25 millió dollár veszteséget volt kénytelen elkönyvelni. A legutolsó pénzügyi negyedévben a vállalat 15 millió dollárnyi értékesítést jegyzett, ugyanakkor 10 millió dollárt veszített. Vagyis ez az üzletág minden dolláron majdnem 70 centet veszített. A VA Linux teljes vesztesége (az az összeg, amennyivel a kiadások meghaladták a bevételeket) 30 millió dollárt tett ki.

Amennyiben a VA Linux a szomszédban lakó fickó tulajdonában lévő magáncég lenne, és ő a kerítés felett átköszönve megkérdezné, hogy mennyiért vennénk át vacak kis vállalkozását, vajon azt válaszolnánk, hogy „úgy 12,7 milliárd dollárért”? Vagy udvarias mosollyal visszafordulnánk kerti tűzhelyünkhöz, és magunkban elgondolkodnánk, hogy vajon mit szivott a kedves szomszéd. Saját meglátásunk szerint senki nem lenne hajlandó közel 13 milliárd dollárt fizetni egy olyan pénztemetőért, amely már 30 millió dollár mínuszban volt.

Ám amikor nyilvánosság előtt vagyunk, és amikor minél magasabbra értékeljük egy vállalat értékét, annál népszerűbbnek tartanak bennünket, akkor a részvényárfolyam fontosabbnak tűnik, mint a vállalat tényleges értéke. Ameddig valaki még nálunk is többet fog fizetni a részvényért, akkor miért számít, hogy mennyit is ér a vállalat?

A következő ábrán látjuk, hogy miért fontos ez.

6.2. ábra: A VA Linux esete



Források: VA Linux Systems, Inc.; www.morningstar.com

Kommentár a 6. fejezethez

Miután az első kereskedési napon rakétaként lőtt ki, a VA Linux árfolyama úgy zuhant le, mint egy kés. 2002. december 9-én, mindössze három évvel azt követően, hogy az árfolyam az első kereskedési napot 239,50 dolláron fejezte be, a VA Linux 1,19 dolláron zárt.

Némi objektív mérlegelés után az intelligens befektető kénytelen arra a következtetésre jutni, hogy az IPO nem csak „első nyilvános kibocsátást” jelent. Ha pontosak kívánunk lenni, akkor az IPO a következők rövidítése:

It's Probably Overpriced,
Imaginary Profits Only,
Insiders' Private Opportunity,
Idiotic, Preposterous, and Outrageous."

11 Valószínűleg túlárzott.
Csak elképzelt nyereség,
Bennfentesek privát lehetősége
Ostoba, abszurd és felháborító.

7. FEJEZET

Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a pozitív oldal

A vállalkozó szellemű befektető definíció szerint komoly figyelmet és jelentős erőfeszítéseket fordít arra, hogy az átlagnál jobb befektetési eredményt érjen el. Az általános befektetési politika bemutatása során néhány olyan javaslatot fogalmaztunk meg a *kötvénybefektetéseket* illetően, amelyek elsődlegesen a vállalkozó szellemű befektetőknek szólnak. Őket érdekelhetik az alábbi különleges lehetőségek:

- (1) Az Egyesült Államok kormánya által garantált, adómentes New Housing Authority kötvények.
- (2) Adóköteles, ám magas hozamú, szintén az amerikai kormányzat által garantált New Community kötvények.
- (3) Önkormányzatok által kibocsátott, ám megbízható vállalatok által fizetett bérleti díjakból fedezett, adómentes ipari kötvények.

A 4. fejezetben már utaltunk ezekre a nem szokványos típusú kötvényekre.*

A skála másik végén azokat az alacsonyabb besorolású kötvényeket találjuk, amelyek olyan nyomott áron vásárolhatók meg, hogy kiváló vételi lehetőséget jelentenek. Ám ezek a „különleges helyzet” kategóriájába esnek, ahol nincsen éles határvonal a kötvények és a törzsrészesvények között.”

* Ahogy már jeleztük (lásd a 79. oldal lábjegyzetében), New Housing Authority és New Community kötvényeket többé már nem bocsátanak ki.

** Napjainkban fizetési gondokkal küzdő (distressed) vagy bedőlt (defaulted) kötvényeknek nevezik ezeket a „különleges helyzetű”, „alacsonyabb besorolású” kötvényeket. Amikor egy vállalat csődbe megy (vagy afelé tart), törzsrészesvényei lényegében értéktelenné válnak, hiszen az amerikai csődtörvény sokkal erősebb jogi lehetőséget biztosít a kötvénytulajdonosoknak, mint a részesvényeseknek. Ám amennyiben a vállalat sikeres reorganizáció által kikerül a csődeljárás alól, a kötvénytulajdonosok gyakran részesvényeket kapnak az új társaságból, míg a kötvények általában visszanyerik értéküket, amint a vállalat ismét képes kamatot fizetni. Így egy bajban lévő vállalat kötvényei akár olyan jól is muzsikálhatnak, mint egy egészségesebb cég részesvényei. Ezekben a különleges helyzetekben, ahogy Graham fogalmaz, „nincsen éles határvonal a kötvények és a törzsrészesvények között”.

Részvényműveletek

Azok a műveletek, amelyek a vállalkozó szellemű befektetőre a részvények területén, alapvetően az alábbi négy csoportra bonthatók:

1. vétel, amikor a piac gyenge, és eladás, amikor magasan van;
2. gondosan kiválasztott „növekedési részvények” vásárlása;
3. különböző típusú alkalmi vételek;
4. „különleges helyzetbeli” vételek.

Általános piaci politika - képlet az időzítésre

A következő fejezetben részletesen foglalkozunk annak a befektetési politikának a lehetőségeivel és korlátaival, amely szerint nyomott árak esetén kell belépni a piacra, és a fellendülés magasabb szintjein kell kiszállni a papírokból. Hosszú éveken át ez a remek ötlet egyszerűnek és megvalósíthatónak tűnt - akkor legalábbis mindenképpen, amikor a piac korábbi időszakos ingadozásait mutató grafikonra pillantottunk. Fájó szívvel ugyan, de kénytelenek vagyunk bevallani, hogy a piac elmúlt 20 évi működése matematikai alapon alkalmatlannak bizonyult az ilyen műveletekre. A bekövetkezett ingadozások kiaknázásához, noha azok nem voltak elhanyagolható mértékűek, különleges kereskedési tehetségre vagy „érzékre” lett volna szükség. Ez a képesség nem azonos azzal az intelligenciával, amelynek meglétét olvasóink esetében feltételezzük, ezért az ezt igénylő műveleteket ki kell zárunk érdeklődési körünkben.

Az 50-50 százalékos megosztás, amelyet az óvatos befektetőnek ajánlottunk, és a 74. oldalon mutattunk be, nagyjából-egészéből a legjobb konkrét vagy automatikus képlet, amelyet az 1972-es piaci körülmények között minden befektetőnek ajánlani tudunk. Ám ebben fenntartjuk a részvények 25 százalékos minimális és 75 százalékos maximális részaránya közötti mozgás lehetőségét, a két végpontot azoknak a befektetőknek ajánlva, akik határozottan meg vannak győződve az általános piaci szint veszélyességéről, illetve vonzó voltáról. Mintegy húsz évvel ezelőtt még lehetőségünk nyílt arra, hogy részletesen bemutassuk a részvények kívánatos részarányának meghatározására használható, egyértelmű képleteket, és tehettük mindezt úgy, hogy őszintén bízhattunk ezeknek a képleteknek a gyakorlati hasznában.¹ Úgy tűnik, hogy az idő eljárt e módszerek felett, és nem sok értelme lenne megpróbálkozni azzal, hogy az 1949 óta megfigyelhető piaci minták alapján határozzuk meg az új vételi és eladási szinteket. Ez az időszak ugyanis túl rövid ahhoz, hogy megbízható iránymutatást tudjon adni a jövőt illetően.¹

* Jól jegyezzük meg, amit Graham itt mond. 1972-ben, amikor ezeket a sorokat írta, azt állítja, hogy az 1949 óta eltelt időszak - vagyis több mint 22 év - túl rövid ahhoz, hogy megbízható következtetéseket vonjunk le belőle! A matematikát magas szinten művelő Graham soha nem felejtí el, hogy az objektív következtetéshez nagy mennyiségű adatra van szükség. Az „idő próbáját kiállt” részvényválasztási fogásokkal házaló sarklatának szinte minden esetben rövidebb mintára alapozzák megállapításait, mint amit Graham elfogadna. (Graham gyakran 50 éves időszakokra alapozva elemezte a múltbeli adatokat.)

Növekedési részvények

Minden befektető szeretné olyan vállalatok részvényeit kiválasztani, amelyek éveken keresztül a piaci átlag felett fognak teljesíteni. A növekedési részvényt olyan papírként definiálhatjuk, mint amelyik így tett a múltban, és a jövőre nézve is ezt várhatjuk tőle.² Innen nézve logikusnak tűnhet, hogy az intelligens befektetőnek csupán a növekedési részvények kiválasztására kellene koncentrálnia. A valóságban a dolog, miként azt megpróbáljuk megmutatni, ennél összetettebb.

Pusztán egyszerű statisztikai feladat azonosítani azokat a vállalatokat, amelyek a múltban „átlag feletti teljesítményt” nyújtottak. A befektető brókerétől szerezheti be az ilyen társaságok ötvenes vagy százas listáját.* Ha ez megvan, miért nem elég az, hogy egyszerűen kiválasztja közülük a 15-20 legesélyesebb papírt, és hopp, készen is van a garantált sikerű részvényportfólió?

Két csapda is rejlik ebben az egyszerű ötletben. Az első, hogy a kiváló eredményekkel és szemmel láthatóan pozitív kilátásokkal bíró részvények ennek megfelelően magas áron forognak. A befektetőnek teljesen igaza lehet a papírok jövőbeli kilátásainak megítélésekor, mégsem fog különösebben jó eredményeket elérni, pusztán azért nem, mert teljes egészében megfizette (sőt, az esetek többségében még túl is fizette) ezeket a gyümölcsöző kilátásokat. A másik csapda pedig az, hogy a jövővel kapcsolatos ítélete tévesnek bizonyulhat. A szokatlanul gyors növekedés nem tartható fenn örökké; amikor egy vállalat már mesébe illő növekedésről tett tanúbizonyságot, pontosan a mérete miatt rendkívül nehezen tudja megismételni korábbi teljesítményét. Bizonyos pontnál kisimul a növekedési görbe, és sok esetben lefelé is fordul.

Nyilvánvaló, hogy ha valaki utólagos éleslátás alapján kiválaszt néhány ilyen papírt, akkor be tudja mutatni, hogy a növekedési részvényekkel könnyedén lehet vagyont keresni vagy éppen veszíteni. Ám hogyan lehet reálisan értékelni az itt elérhető eredményeket? Úgy véljük, hogy kellően megalapozott következtetéseket vonhatunk le a növekedési részvényekre szakosodott befektetési alapok által elért eredmények vizsgálatából. A New York-i Értéktőzsde egyik tagja, az Arthur Wiesenberger & Company által évente megjelentetett mértékadó kiadvány, az *Investment Companies* több évre visszamenően kiszámítja mintegy 120 ilyen „növekedési alapnak” az éves teljesítményét. Az alapok közül 45-ről több mint tízéves adatok is rendelkezésre állnak. Ezek - az alap méretével nem súlyozott - átlagos nyeresége az 1961-1970-es évtizedben 108 százalékra rúgott, amit az S&P 105 százalékos és a DJIA 83 százalékos eredményével kell összevetni.⁵ Az utolsó két évben, azaz 1969-ben és 1970-ben a 126 „növekedési alap” többsége mindkét indexnél gyengébben teljesített. Hasonló eredményekre jutottunk korábbi vizsgálódásaink során is. Csak arra következtethetünk tehát,

* Napjainkban az internet segítségével állíthat össze ilyen listát a vállalkozó szellemű befektető, ha olyan oldalakra kattint, mint a www.morningstar.com (próbáljuk ki a Stock Quickrank eszközt), a <http://quick.en.intuit.com> vagy a <http://finance.yahoo.com>.

Az intelligens befektető

hogy növekedési vállalatokba történő diverzifikált befektetés esetén sem számíthatunk jobb eredményre, mint az általános részvények esetében.¹

Nincs okunk azt feltételezni, hogy az átlagos intelligens befektető, bármennyi erőfeszítést tett is e cél érdekében, éveken keresztül jobb eredményt ér el a növekedési részvények vásárlásával, mint az erre a területre szakosodott befektetési intézmények. Nyilvánvaló, hogy ezeknek a szervezeteknek több szűrkeállandó és nagyobb kutatási fegyvertár áll rendelkezésükre, mint nekünk. Következésképpen azt kell mondanunk, hogy a növekedési részvények ellenjavallottak a vállalkozó szellemű befektetőnek." Az ilyen papírok árába teljes mértékben beépült az, hogy a piac egyöntetűen elismeri pozitív jövőbeli kilátásaikat, és ezek a jelenlegi, mondjuk, 20 feletti árfolyam/nyereség hányadosban is tükröződnek. (Az óvatos befektető számára azt ajánlottuk, hogy a vételi ár felső határa az elmúlt hét év átlagos nyereségének 25-szöröse legyen. Ez a két kritérium az esetek többségében egymással egyenértékű.)***

A legfeltűnőbb dolog a növekedési részvényekkel mint kategóriával kapcsolatban a széles árfolyam-ingadozásra való hajlamuk. Ez igaz a legnagyobb és legrégebben alapított vállalatokra, például a General Electricre vagy az International Business Machinesre is, de még inkább jellemző az újabb és kisebb társaságokra. Kiválóan

* A 2002. december 31 -én véget ért 10 év során a nagy növekedési vállalatokba fektető alapok - amelyek a Graham által „növekedésinek” nevezett alapok mai megfelelői - 5,6 százalékos éves átlageredményt értek el, és ezzel átlagosan 3,7 százalékponttal elmaradtak a teljes részvénytőkepiac átlagától. Ugyanebben az időszakban az ezeknél a papíroknál alacsonyabban árazott nagyvállalatokba befektető „nagy értékű” alapok is elmaradtak a piaci átlagtól (évente egy teljes százalékponttal). A probléma pusztán abból áll, hogy a növekedési alapok nem képesek megbízható módon kiválogatni azokat a részvényeket, amelyek a jövőben felülteljesítik majd a piacot? Vagy arról van szó, hogy az átlagos alapok (mindegy, hogy azok növekedési vagy „értékalapú” vállalatokat vásárolnak) magas működési költségei meghaladják az alapkezelők által kiválasztott részvényekkel kereshető többlethozamot? Ha kíváncsiak vagyunk a különböző típusú alapok legutolsó időszaki teljesítményére, látogassunk el a www.morningstar.com oldalra. A <http://www.callan.com/research/periodic> oldalon érdekes és rendkívül hasznos összehasonlítást találunk arra vonatkozóan, hogy mennyire eltérő eredmények érhetőek el a különböző befektetési stílusokkal.

** Graham azért teszi ezt a megállapítást, hogy emlékeztessen bennünket a „vállalkozó szellemű” befektető nem az, aki az átlagnál több kockázatot vállal, vagy „agresszív növekedési” részvényeket vásárol; a vállalkozó szellemű befektető egyszerűen olyan valaki, aki hajlandó extra időt és energiátforcítani arra, hogy a portfóliójával foglalkozzon.

Figyeljük meg, hogy Graham ragaszkodik ahhoz, hogy az árfolyam/nyereség hányadost a múltbeli nyereség többéves átiaga alapján számoljuk. Így csökken annak esélye, hogy a nyereség átmeneti, kiugróan magas értéke alapján felülbecsüljük a vállalat értékét. Képzeljük el, hogy egy vállalat részvényenként 3 dollár nyereséget ért el az elmúlt 12 hónapban, ám az azt megelőző hat évben csupán 50 cent volt az egy részvényre jutó nyereség átlaga. Melyik érték, az egyszeri 3 dollár vagy a stabilan 50 cent az, amelyik nagyobb valószínűséggel jelképezi a fenntartható tendenciát? Az előző évben keresett 3 dollárt 25-tel megszorozva 75 dolláros részvényárat kapnánk. Ám az elmúlt hét év átlagos nyereségét ugyanígy 25-tel megszorozva 21,43 dolláros árfolyam adódik (összesen 6 dollár az időszaki nyereség, ha ezt elosztjuk héttel, akkor 85,7 cent éves átlagos eredményt kapunk). Egyáltalán nem mindegy, hogy melyik számot választjuk. Végezetül érdemes megemlíteni, hogy a Wall Streeten ma uralkodó módszer - amely a „jövő évre várt nyereség” alapján számolja a P/E hányadost - szentségtörés lenne Graham szemében. Hogyan lehet egy vállalatot olyan eredmény alapján értékelni, amelyet még el sem ért? Ez olyan, mintha egy ház árát azon pletyka alapján határoznánk meg, hogy Hamupipőke a szomszéd sarkon építi kastélyát.

Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőknek: a negatív megközelítés

alátámasztják azon elméletünket, amely szerint 1949 óta az a részvénypiac egyik legfőbb jellemzője, hogy a legfényesebb sikereket elért és a legmagasabb befektetési besorolást kiérdemlő vállalatok részvényeiben jelentősen felerősödött a spekulatív tényező szerepe. (Ezen vállalatok hitelminősítói besorolása a lehető legjobb, így a legalacsonyabb kamatlábat kell fizetniük adósságaik után.) Egy ilyen *vállalat* befektetési szempontokból való megfelelősége hosszú évek során változatlan maradhat, ám *részvényeinek* kockázati jellemzői attól függenek majd, hogy mi történik velük a részvénypiacon. Minél nagyobb lelkesedést mutat a nagyközönség a papírok iránt, minél gyorsabban nő a részvény ára a tényleges nyereségéhez viszonyítva, annál kockázatosabb lesz a befektetés."

7.1. táblázat: „Növekedési alapok” átlagos eredménye (%) 1961-1970

	1 év 1970	3 év 1966-1970	10 év 1961-1970	1970 Osztalék- hozam
17 nagy növekedési alap	-7,5	+23,2	+121,1	2,3
106 kisebb növekedési alap - A csoport	-17,7	+20,3	+102,1	1,6
38 kisebb növekedési alap - B csoport	-4,7	+23,2	+106,7	1,4
15 alap, nevében a „növekedési” szóval	-14,2	+13,8	+97,4	1,7
S&P index	+3,5	+16,1	+104,7	3,4
Dow Jones Industrial Average	+8,7	+2,9	+83,0	3,7

Ám nem úgy van, teheti fel az olvasó a kérdést, hogy *részvényekből* azok tudnak igazán nagy vagyonokhoz jutni, akik a vállalat korai éveiben jelentős mértékben elkötelezik magukat a társaság mellett, amelynek jövőjében igazán hisznek, és állhatatosan kitartanak az eredeti részvények mellett mindaddig, amíg azok értéke a százszorosára nem nő? A válasz az, hogy „de, így igaz”. Ám az egyetlen vállalatba való befektetésből származó mesés vagyonokat szinte kivétel nélkül olyan emberek szerzik meg, akik közeli kapcsolatban - például munkaviszonyban vagy családi kapcsolatban - állnak az adott céggel, ami indokolja, hogy pénzeszközeik

* Friss példák is alátámasztják Graham meglátását. 2000. szeptember 21-én a számítógéplapkákat gyártó Intel Corp. bejelentette, hogy várakozása szerint a következő negyedévben akár 5 százalékkal is nőhetnek a bevételei. Első hallásra ez remek hír; a legtöbb nagyvállalat rendkívül boldog lenne, ha három hónapon belül 5 százalékkal tudná növelni értékesítéseit. Ám a hírre az Intel részvényei 22 százalékot estek, ami a vállalat értékét egyetlen nap alatt közel 91 milliárd dollárral csökkentette. Hogy miért? A Wall Street-i elemzők arra számítottak, hogy az Intel bevételei akár 10 százalékkal is nőhetnek. Hasonlóképpen az adattároló megoldásokkal foglalkozó EMC Corp. 2001. február 21-én bejelentette, hogy bevételei legalább 25 százalékos növekedésére számít 2001-ben - ám az ügyfelek körében megfigyelhető új keletű óvatosság miatt, hosszabb értékesítési ciklusokra számítanak". Ezen apró figyelmeztetés miatt az EMC részvényei egyetlen napon 12,8 százalékot veszítettek értékükből.

Az intelligens befektető

jelentős részét egyetlen eszközbe teszik, és minden viszontagságon keresztül megtartják befektetésük, ellenállva az időközben jelentkező számtalan csábításnak, hogy a látszólag magas áron megváljanak a papíroktól. Abban a befektetőben, akinek nincs ilyen szoros személyes kapcsolata, folyamatosan felmerül a kérdés, hogy pénzeszközeinek nem túl nagy részét tartja-e ebben az egyetlen papírban." Minden - akár csak átmeneti - esés esetében is felerősödik emberünkben a kétség; és a külső és belső nyomás arra készíti, hogy elégedjen meg a tekintélyesnek tűnő, de a mesés meggazdagodástól azért távol álló nyereséggel.⁴

Három terep a „vállalkozó szellemű befektetésekhez”

Ahhoz, hogy hosszú távon az átlagnál jobb eredményeket érjünk el, befektetési politikánknak a következő két feltételt kell teljesítenie: (1) meg kell felelnie a mögöttes érték stabilitására vonatkozó objektív és ésszerű vizsgálatoknak; és (2) különböznie kell a befektetők vagy spekulánsok többsége által követett befektetési politikától. Tapasztalataink és vizsgálódásaink alapján három olyan befektetési megközelítést tudunk ajánlani, amelyek kielégítik ezeket a feltételeket. Viszonylag élesen eltérnek egymástól, és mindegyik különböző típusú tudást és vérmérsékletet igényel azoktól, akik próbát tesznek velük.

A viszonylag népszerűtlen nagyvállalat

Amennyiben elfogadjuk, hogy a piac hajlamos túlértékelni a kiváló növekedésről tanúbizonyságot tevő vagy egyéb okokból vonzónak tartott részvényeket, akkor logikusan arra számíthatunk, hogy - legalábbis relatíve - alul fogja értékelni az átmeneti jellegű kedvezőtlen fejlemények miatt kegyvesztett vállalatokat. A részvényt piac alapvető törvényének tekinthetjük ezt, olyannak, amelyből egyszerre konzervatív és eredményes befektetési megközelítés következik.

Ez esetben a legfontosabb követelmény az, hogy a vállalkozó szellemű befektető olyan nagyobb vállalatokra összpontosítsa figyelmét, amelyek átmenetileg népszerűtlen időszakon mennek keresztül. A kisvállalatok is lehetnek ugyan hasonló okok miatt alulértékelték, és sokuk nyeresége és részvényárfolyama is újra megnő, ám esetükben fennáll annak kockázata, hogy véglegesen elveszítik jövedelmezőképességüket, illetve a későbbi jobb eredmények ellenére a piac hosszabb távon elhanyagolja a papírjaikat. Ezért a nagyvállalatok kettős előnnyel bírnak a többiekkel szemben. Először is elegendő tőkével és szürkeállománnyal

* Az, adott céggel közeli kapcsolatban álló befektetők mai megfelelői az úgynevezett befolyással bíró személyek (control person), vagyis olyan felsővezetők vagy igazgatók, akik irányítják a vállalatot, és annak jelentős mennyiségű részvényét birtokolják. Az olyan felső vezetők, mint Bill Gates a Microsoftnál vagy Warren Buffett a Berkshire Hathaway-nél, közvetlenül befolyásolják a vállalat jövőjét - és a külsős befektetők elvárják tőlük, hogy bizalmuk jeleként tartsák meg jelentős részvényhányadukat. Ám a ranglétrán lejjebb lévő menedzserek és beosztottak egyéni döntéseikkel nem képesek befolyásolni a vállalat részvényeinek árfolyamát, ezért pénzeszközeik egy kis százalékánál többet ne fektessenek munkáltatójuk részvényeibe. Ugyanez áll a külsős befektetőkre is, teljesen közömbös, hogy milyen jól ismerik az adott vállalatot.

Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőknek: a negatív megközelítés

rendelkeznek ahhoz, hogy keresztüljussanak a nehéz időszakon, és újra megfelelő szintű nyereséget érjenek el. Másodsorban a piac minden bizonnyal kellő gyorsasággal fog reagálni eredményeik javulására.

Az elmélet erősségét figyelemre méltó módon bizonyítják a Dow Jones Industrial Average népszerűtlen papírai körében végzett, azok árfolyamának viselkedését vizsgáló kutatások. Ezekben azt feltételezték, hogy a képzeletbeli befektető minden évben a DJIA index azon hat vagy tíz részvényét vásárolta meg, amelyek adott vagy előző évbéli nyereségük alapján számított P/E hányadosa a legalacsonyabb volt. Ezeket nevezhetjük a lista „legolcsóbb” részvényeinek, és nyomott árúk nyilvánvalóan azt tükrözte, hogy a befektetők és a kereskedők körében népszerűtlenek voltak. Feltételezték továbbá, hogy ezeket a vételeket az egy-öt éves tartási időszak végén értékesítették. Ezt követően eme befektetések eredményeit a DJIA index egészével, illetve a magasabb árfolyam/nyereség aránnyal jellemezhető (azaz népszerűbb) csoportéval hasonlították össze.

A rendelkezésünkre álló részletes anyag az elmúlt 53 év során feltételezett éves vásárlások eredményeit fedi le.⁵ Az első időszakban, vagyis 1917 és 1933 között a megközelítés nem bizonyult nyereségesnek. Am 1933 óta igen sikeres eredményeket mutat fel a módszer. A Drexel & Company (jelenlegi nevén Drexel Firestone)* által elvégzett, egyéves részvény tartást feltételező 34 teszt közül - amelyek az 1937-től 1969-ig tartó időszakot fedik le - az olcsó részvények csak három alkalommal nyújtottak a DJIA indexnél egyértelműen gyengébb teljesítményt; az eredmények hat esetben közel egyformák voltak; míg a többi 25 évben az olcsó részvények egyértelműen felülteljesítették a piaci átlagot. Az alacsony szorzóval forgó részvények egyenletesen jobb teljesítményt mutatják az egymást követő öt éves időszakok átlageredményei is, ha a DJIA és a tíz legmagasabb P/E hányadossal rendelkező részvény hasonló időszaki átlageredményéhez hasonlítjuk őket (7.2. táblázat).

7.2. táblázat: A vizsgált részvények átlagos éves nyeresége vagy vesztesége (%) 1937-1969

Időszak	10 alacsony P/E hányadosú részvény	10 magas P/E hányadosú részvény	30 DJIA-részvény
1937-1942	-2,2	-10,0	-6,3
1943-1947	17,3	8,3	14,9
1948-1952	16,4	4,6	9,9
1953-1957	20,9	10,0	13,7
1958-1962	10,2	-3,3	3,6
1963-1969 (8 év)	8,0	4,6	4,0

* A Drexel Firestone egy philadelphiai befektetési bank, amely 1973-ban fuzionált a Burnham & Co. nevű társasággal, és a későbbiekben Drexel Burnham Lambert néven folytatta működését. A bank arról híresült el, hogy a 80-as évek eleji felvásárlási lázban bővül kötvényekkel finanszírozott vállalatfelvásárlásokat.

Az intelligens befektető

A Drexel-féle számítások azt is kimutatták, hogy ha 1936-ban 10000 dollár értékben vásároltunk volna alacsony szorzóval forgó részvényeket, és minden évben az elvnek megfelelően módosítottuk volna a portfoliót, akkor 1962 végére annak értéke 66900 dollárra nőtt volna. Ha a magasabb P/E hányadosú részvényekkel jártunk volna el ugyanígy, befektetésünk 25 300 dollárt ért volna az időszak végén; ha pedig a részvényindexet alkotó mind a harminc részvényt megvettük volna, eredeti tőkénk 44000 dollárra nőtt volna.'

A „népszerűtlen nagyvállalatok” vásárlásának elve és annak - valamely csoport alapján, az imént bemutatottakhoz hasonló módon történő - megvalósítása egyaránt igen egyszerű. Ám amint egyenként próbáljuk értékelni a különböző vállalatokat, esetenként egy ellentétes jelentésű, különleges tényezőt is figyelembe kell vennünk. A nagymértékben ingadozó nyereségük miatt eredendően spekulatív társaságok papírjai a jó években viszonylag magas áron és viszonylag alacsony szorzóval, rossz időben pedig alacsony áron és magas szorzóval forognak. Az ilyen kapcsolatot szemlélteti a 7.3. táblázat, amely a Chrysler Corp. törzsrészvényeinek ingadozásait mutatja. Ezekben az esetekben a piac kellően szkeptikus a szokatlanul magas profit folytatását illetően, és ennek megfelelően konzervatív módon értékeli a papírt, és hasonlóképpen jár el alacsony vagy negatív eredmény esetében is. (Érdeemes megemlíteni: a képletből matematikailag adódik, hogy ha egy vállalat „csak nullaközeli” eredményt tud felmutatni, akkor részvényei ennek a szerény profitnak a sokszorosán fognak forogni.)

A Chrysler történetesen nem tartozik a DJIA indexet alkotó vezető vállalatok közé, éppen ezért egyáltalán nem befolyásolta az alacsony szorzójú részvényekkel kapcsolatos számításokat. Mindazonáltal elég egyszerűen ki lehet szűrni az ilyen abnormális papírokat az alacsony P/E hányadosú részvények közül, ha feltételként szabjuk például azt is, hogy az árnak a múltbeli átlagos eredményekhez viszonyítva alacsonynak kell lennie.

7.3. táblázat: A. Chrysler-részvények árfolyama és nyeresége, 1952-1970

Év	Egy részvényre jutó nyereség (\$)	Max. (H) vagy min. (L)ár(\$)	P/E hányados
1952	9,04	H 98	10,8
1954	2,13	L 56	26,2
1955	11,49	H 101,5	8,8
1956	2,29	L 52 (1957-ben)	22,9
1957	13,75	H 82	6,7
1958	(def.) 3,88	L44 ^J	-
1968	24,92 ^b	H 294 ["]	11,8
1970	def.	L65 ^b	-

*Az 1962-es minimum 37,5 volt.

^JA részvényfelaprózódás figyelembevételével, def.: nettó veszteség

* Ez a stratégia, vagyis a Dow Jones Industrial Average legolcsóbb részvényeinek megvásárlása ma a „Dogs of the Dow”(a Dow kutyái) megközelítés néven ismert.

Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a negatív megközelítés

Könyvünk átdolgozása idején olyan részvények csoportján teszteltük az alacsony szorzóval forgó DJIA-papírok módszerét, amelyeket a feltételezés szerint 1968 végén vásároltunk, majd 1971. június 30-án adtunk el. Az eredmények ebben az esetben eléggé kiábrándítónak bizonyultak, mert az alacsony szorzóval forgó hat vagy tíz papír jelentős veszteséget ért el, míg a magas P/E hányadosú részvények csoportja tisztas nyereséget tudott felmutatni. Egyetlen ellenpélda alapján nem szabad sutba dobni a 30 elemből álló kísérlet következtetéseit, mégis különös súlyt kölcsönöz neki a tény, hogy pont a legutolsó időszakban mondott csődöt a módszer. Az agresszív befektetőnek érdemes lehet az „alacsony szorzós” elvből kiindulnia, majd azt kvantitatív és kvalitatív vizsgálatokkal kiegészítve állítani össze portfólióját.

Alkalmi vételek kihasználása

Alkalmi vétel alatt olyan papír vásárlását értjük, amely az elemzés útján megállapított tények alapján lényegesen értékesebbnek tűnik, mint amilyen áron forog. Jóval névérték alatt jegyzett kötvények és elsőbbségi részvények, illetve törzsrészvények tartozhatnak ebbe a kategóriába. Hogy valami konkrétumot is mondjunk, azt javasoljuk, hogy egy papírt akkor tekintsünk valódi alkalmi vételnek, ha a megfelelő elemzés útján megállapított értéke legalább 50 százalékkal meghaladja piaci árát. Milyen tények igazolják, hogy az ár és az érték között egyáltalán kialakulhat ilyen nagymértékű eltérés? Hogyan keletkeznek ezek az alkalmi vételek, és hogyan profitálhat belőlük a befektető?

Kétféle technika létezik az alkalmi vételnek tekinthető részvények felismerésére. Az egyik módszer az értékelés. Ez nagyrészt a jövőbeli nyereség becslésén alapul, amelyet egy, az adott részvénynek megfelelő számmal kell megszoroznunk. Ha az így kapott érték kellőképpen a piaci ár fölé esik - és a befektető megbízik az alkalmazott módszerben - akkor alkalmi vételként könyvelheti el a papírt. A második módszernél azt próbáljuk meg kiszámítani, hogy milyen értéket képvisel a vállalkozás a tulajdonosának. Sok esetben ezt is a várt jövőbeli nyereség alapján határozzuk meg - ekkor az eredmény szükségszerűen megegyezik az első módszernél kapottal. Ám a második technika esetében nagyobb figyelmet fordítunk az *eszközök* piaci értékére, különös hangsúlyt fektetve a forgóeszközök vagy a forgótőke nettó összegére.

Amikor a piac egésze mélyponton van, a részvények nagy része - a fenti módszerek alapján - alkalmi vételnek minősül. (Tipikus példája ennek a General Motors esete: a cég papírjai kevesebb mint 30 dolláron forogtak 1941-ben, ami az 1971-es részvények esetében mindössze 5 dollárnak felel meg. A vállalat részvényenként több mint 4 dollár nyereséget ért el, és 3,50 dollár vagy még annál is több osztalékot fizetett ki.) Igaz, hogy a jelenlegi vállalati eredmények és a közeljövőre vonatkozó kilátások egyaránt borúsak, ám az átlagos jövőbeli körülmények alapján történő, megalapozott értékelés magasan a jelenlegi árak feletti értéket vetít előre. Így a nyomott piacokon való vásárlás olyan bölcsesség, amelyet nemcsak a tapasztalat, hanem az értékelemzés megfelelő módszerei is igazolni látszanak.

A piac kiszámíthatatlansága, amely a részvények egészére kiterjedően képes újra meg újra vételi lehetőségeket teremteni, felelős a szinte bármilyen piaci árszint mellett meglévő egyedi lehetőségek kialakulásáért is. A piac hajlamos a vakondtúrásból hegyet, a szokványos viszontagságokból pedig jelentős visszaeséseket faragni.* Pusztán az érdeklődés vagy lelkesedés hiánya abszurd módon alacsony árszintekre taszíthatja a papírokat. Ezek alapján az alulértékelttség két fő forrása (1) a jelenlegi kiábrándító eredmények és (2) az elhúzódó érdektelenség vagy népszerűtlenség.

Önmagában azonban ezek egyikét sem tekinthetjük a sikeres részvénybefektetés elégséges feltételének. Hiszen mitől lehetünk biztosak abban, hogy a jelenlegi, csalódást keltő eredmények valóban csupán átmenetiek? Való igaz, hogy kiváló példákat hozhatunk arra, amikor ez valóban így történt. Az acélrészvények híresek voltak ciklikusságukról, és az okos befektető kicsiny nyereségek idején alacsonyáron vásárolhatta meg őket, majd a fellendülés időszakában tisztes profitot bezsebelve értékesíthette papírjait. Látványos példa erre a Chrysler Corporation esete, amelynek adatait a 7.3. táblázatban találjuk.

Ha ilyen lenne az ingadozó nyereséget elérő részvények szokványos viselkedése, akkor nagyon egyszerűen lehetne profitot elérni a részvény piacon. Sajnos azonban arra is számtalan példát találni, amikor a vállalati eredmények és az árfolyamok visszaesését nem követte azok hasonló mértékű felpattanása. Az egyik ilyen az Anaconda Wire and Cable esete, amely egészen 1956-ig tisztes nyereséget ért el, részvényének árfolyama pedig 85 dolláron tetőzött ebben az évben. Az elkövetkező hat évben a cég eredménye csökkenni kezdett; 1962-re az árfolyam 23,5 dollárra esett, a következő esztendőben pedig anyavállalata (az Anaconda Corporation) részvényenként mindössze 33 dollárnak megfelelő összegért vásárolta fel a céget.

A számtalan ilyen jellegű tapasztalat azt mondhatja, hogy pusztán a csökkenő nyereség és árfolyam nem tekinthető kellően biztos alapnak a vásárláshoz. A befektetőnek arról is meg kell győződnie, hogy a vállalat az elmúlt évtizedben vagy akár ennél hosszabb időszakban is kellően stabil eredményeket ért el - vagyis egyetlen évben sem volt veszteséges -, továbbá mérete és pénzügyi ereje alkalmassá teszi arra, hogy leküzdje az esetleges jövőbeli csapásokat. Ilyen szempontból ideális kombinációnak tekinthető egy nagy és prominens vállalat, amely jelentős mértékben előző időszakbeli átlagára és átlagos árfolyam/nyereség hányadosa alatt forog. Ezzel a kitételrel kétségekívül kizárjuk az olyan ígéretes lehetőségeket, amelyek

* A közelmúltból egy igen meredek hegy, amely vakondtúrásból született: 1998 májusában a Pfizer, Inc. és a U.S. Food and Drug Administration (Amerikai Élelmiszer- és Gyógyszerügyi Hivatal) bejelentette, hogy a Pfizer impotencia elleni gyógyszerét, a Viagrát szedő hat férfi szexuális aktus során szívrohamban elhunyt. A Pfizer részvényei azonnal lekonyultak, nagy forgalom mellett egyetlen nap alatt 3,4 százalékot veszítve értékükből. Ám amikor későbbi kutatások kimutatták, hogy nincs ok az aggodalomra, a Pfizer papírjai folytatták menetesítésüket, és a következő két év során árfolyamuk közel harmadával nőtt. 1997 végén a Warner-Lambert Co. részvényei egyetlen nap alatt 19 százalékkal zuhantak, amikor Angliában átmenetileg betiltották a cég új, cukorbetegség elleni gyógyszerének értékesítését; hat hónapon belül a részvényárfolyam kis híján duplájára nőtt. 2002 végén a luxus-kirándulóhajókat üzemeltető Carnival Corp. papírjai durván 10 százalékot estek, miután a turisták heveny hasmenéssel és hányással távoztak - más társaságok által működtetett hajókról.

például a Chrysler papírai esetében felmerülnek, mivel az ilyen részvényeket az alacsony árfolyamú években magas P/E hányados jellemzi. Ám engedje meg most az olvasó, hogy megnyugtassuk: óriási különbség van az „utólagos éleslátás szülte” és a „valódi pénzben elért” nyereség között. (Biztosak vagyunk abban, hogy ez a megállapítás nem itt hangzik el utoljára.) Komoly kétségeink vannak azt illetően, hogy a Chrysler típusú hullámvasút megfelelő eszköz vállalkozó szellemű befektetőnk részvénytársasági műveleteihez.

Az árfolyam indokolatlanul alacsony árszintekre esésének második okaként az elhúzódozó érdektelenséget vagy népszerűtlenséget említettük. Friss példa erre a National Presto Industries esete. Az 1968-as bika piacon a részvény legmagasabb árfolyama 45 dollár volt, amely csak nyolcszorosa volt az adott évi egy részvényre jutó nyereségnek (5,61 dollár). A részvényenkénti nyereség 1969-ben és 1970-ben is nőtt, ám az árfolyam 1970-ben 21 dollárig esett. Ez alig volt a négyszerese az adott évi (rekord) nyereségnek, és nem érte el a vállalat forgóeszközeinek nettó értékét. 1972 márciusában a papír 34 dolláron forgott, ami még mindig csupán 5,5-szerese volt az utolsó jelentésben közzétett eredménynek, és nagyjából megegyezett a forgóeszközök időközben megnövekedett nettó értékével.

Egy másik minapi példa az ilyen típusú alulértékeltségre a meghatározó olajvállalat, a Standard Oil of California esete. 1972 elején a papír körülbelül ugyanazon az áron forgott, mint 13 évvel korábban, nevesen 56 dollár körül. A cég nyeresége figyelemre méltó módon stabil volt; ugyan csak viszonylag kis mértékben növekedett, ám a teljes időszak alatt mindössze egyetlen apró visszaesés következett be. Könyv szerinti értéke nagyjából megegyezett a piaci árral. Az 1958 és 1971 közötti időszak ezen óvatosan kedvező eredménylistája ellenére a vállalat papírjainak éves átlagára soha nem érte el az adott aktuális nyereségének 15-szörösét. 1972 elején az árfolyam/nyereség hányados csupán 10 körüli értéken állt.

A részvények indokolatlanul alacsony árfolyamának harmadik lehetséges oka az, hogy a piac képtelen felismerni a vállalat valódi jövedelemtermelő képességét. Klasszikus példánk a Northern Pacific Railway, amelynek árfolyama 1946 és 1947 között 36 dollárról 13,5-re esett. A vasúttársaság részvényenkénti eredménye 1947-ben közel 10 dollárra rúgott. A papír alacsony árfolyama nagyrészt az egydolláros osztaléknak volt betudható. A befektetők azért is kerülték a részvényt, mert jövedelemtermelő képességét a vasúttársaságokra jellemző számviteli módszerek elrejtették.

A legkönnyebben azonosítható alkalmi vételek azok a részvények, amelyek alacsonyabb árfolyamon forognak, mint a vállalatnak az előresorolt kötelezettségekkel csökkentett nettó forgótőkéje.^{*} Ez azt jelenti, hogy a vásárló egy fillért sem fizetne a befektetett eszközökért - így az ingatlanokért, gépekért stb. - illetve az esetlegesen meglévő goodwill értékéért. Ténylegesen nagyon kevés társaságról derül ki, hogy fundamentális értéke kevesebb, mint a forgótőkéje, noha elszórtan

^{*} „Nettó forgótőke” alatt Graham a vállalat kötelezettségekkel (köztük az elsőbbségi részvényekkel és a hosszú lejáratú kötelezettségekkel) csökkentett forgóeszközeit (például készpénz, piacképes értékpapírok és készletek) érti.

előfordulnak ilyen esetek. Inkább az a meglepő, hogy milyen sok vállalatot lehet találni, amelyeket a piac ily módon értékel. Egy 1957-ben, azaz semmiképpen sem alacsony piaci szint mellett készített összeállítás mintegy 150 ilyen részvényt tartalmazott. A 7.4. táblázat azt mutatja, hogy milyen eredményt értünk volna el, ha 1957. december 31-én megvásároljuk a lista azon 85 vállalatának egy-egy részvényét, amelyek adatai szerepeltek a Standard & Poor's *Monthly Stock Guide* című kiadványában, majd két éven keresztül meg is tartjuk őket.

A két év alatt valamilyen véletlen egybeesés folytán mindegyik csoport árfolyama az összesített nettó forgótőke értékének közelébe emelkedett. A komplett „portfólió” adott időszakra vonatkozó teljes nyeresége 75 százalék volt, szemben a Standard & Poor's 425 ipari vállalatának 50 százalékos emelkedésével. Ami ennél is jelentősebb: a papírok közül egyik sem szenvedett el komoly veszteségeket, hét közülük tartotta értékét, míg 78 jelentősen felértékelődött az adott időszak alatt

7.4. táblázat *Alulértékelt részvények nyeresége, 1957 – 1959*

<i>Piac</i>	<i>Vállalatok száma</i>	<i>Egy részvényre jutó forgótőke összesített nettó értéke (dollár)</i>	<i>Összesített árfolyam 1957 decemberében (dollár)</i>	<i>Összesített árfolyam 1959 decemberében (dollár)</i>
New York-i Értéktőzsde	35	748	419	838
Amerikai Értéktőzsde	25	495	289	492
Közép-nyugati Értéktőzsde	5	163	87	141
OTC (tőzsdén kívüli piac)	20	425	288	433
Összesen	85	1831	1083	1904

Az ilyen típusú részvénykiválasztással - feltéve, hogy diverzifikáltan válogattunk a papírok között – 1957 előtt hosszú éveken keresztül egyöntetűen pozitív tapasztalataink voltak. Habozás nélkül kijelenthetjük, hogy biztonságos és eredményei módszer az alulértékelés megállapítására, és az ilyen esetek által kínált előnyök kihasználására. Az 1957 utáni általános piaci emelkedés során azonban rendkívüli mértékben visszaesett az effajta lehetőségek száma, a megmaradtak pedig csekély működési nyereséget hoztak, sőt egyes esetekben veszteséget mutattak ki a szóba jövő vállalatok. Az 1969-70-es piaci visszaesés e „forgótőke alatti” papírok újabb sorát hozta felszínre. A vállalkozó szellemű befektető részvényválasztásával foglalkozó 15. fejezetben részletesen megvizsgáljuk ezeket a papírokat.

ALKALMI VÉTELEK ELŐFORDULÁSAI MÁSODIK KATEGÓRIÁJÚ VÁLLALATOK ESETÉBEN. A második kategóriájú vállalatokat a viszonylag fontos iparágak nem vezető piaci szereplőiként határoztuk meg. Ezért ezek általában az adott területen működő kisebb vállalkozások, de éppúgy lehetnek kevésbé meghatározó iparágak vezető

vállalatai is. Mintegy kivételként ezt kiegészíthetjük azzal, hogy a növekedési részvényként elfogadott cégeket jellemzően nem tekintjük „második kategóriájúnak”.

Az 1920-as évek nagy bika piacán nem tettek jelentős különbséget az iparági vezetők és a többi, tőzsdén jegyzett papír között, feltéve, hogy utóbbiak is jelentős méretű vállalatok voltak. A nagyközönség úgy érezte, hogy a közepes méretű cégek kellően erősek a viharok átvészeléséhez, és esetükben nagyobb esély mutatkozott a valóban látványos növekedésre, mint a már jelenleg is gigantikus monstrumoknál. A válság éve (1931-32) azonban különösen pusztító hatással voltak az első osztályúnál akár méretben, akár stabilitásban gyengébb vállalatokra. Ezen tapasztalat birtokában azóta kifejezett preferencia alakult ki a befektetőkben az iparágvezető vállalatok iránt, és ennek megfelelően többnyire nem tanúsítanak érdeklődést a másodlagos fontosságú, hétköznapi vállalatok iránt. Mindez azt jelenti, hogy az utóbbi csoportba tartozó papírok a nyereségükhöz és eszközeikhez viszonyítva általában sokkal alacsonyabb áron forognak, mint az előbbieik. És ebből az is következik, hogy az árfolyam gyakran annyira alacsony szintre esik, hogy a papír immár alkalmi vételnek minősül.

Amikor a befektetők visszautasították a második kategóriájú vállalatok részvényeit - noha ezek viszonylag alacsony árfolyamokon forogtak -, azon hitüket vagy félelmüket fejezték ki, hogy az ilyen vállalatok sötét jövő előtt állnak. Tulajdonképpen - legalábbis tudat alatt - úgy számoltak, hogy *bármilyen* ár túl magas értük, mert e cégek a megszűnés felé haladnak. Ez egybecseng a „blue chipokról” 1929-ben kialakult elmélettel, amely szerint semmilyen ár nem túl drága ezekért a papíroknak, hiszen az ilyen vállalatok jövőbeli lehetőségei végtelenek. Mindkét nézet túlzásnak bizonyult, és súlyos befektetői hibákat eredményezett. Egy tipikus, tőzsdén jegyzett közepes méretű vállalkozás valójában nagy vállalat, ha egy átlagos, magánkézben lévő céghez hasonlítjuk. Semmilyen komoly érv nincs arra, hogy az ilyen vállalatok miért ne működjenek az idők végezetéig - keresztülmennek ugyan a gazdaságunkat jellemző viszontagságokon, ám egészében tisztas hozamot érnek el befektetett tőkéjük után.

Ez a rövid áttekintés is jelzi, hogy a részvényt piac jellemzően irreális módon viszonyul a második kategóriájú vállalatokhoz, és ebből következően normál időkben számtalan jelentős mértékben alulértékelt papírt szül. Ami azt illeti, a II. világháború időszak és az azt követő fellendülés is sokkal jobb hatással volt a kisebb vállalatokra, mint a nagyobbakra, mivel a szokásos értékesítési versenyt felfüggesztették, s így az előbbieik látványosabban tudták bővíteni eladásait és nyereségüket. Nem csoda, hogy 1946-ra a piac a háború előttivel teljesen ellentétes mintát követett. Míg a Dow Jones Industrial Average indexet alkotó vezető részvények 1938 vége és az 1946-os csúcspont között átlagosan csupán 40 százalékkal emelkedtek, a Standard & Poor's index olcsó részvényei nem kevesebb mint 280 százalékkal lóttak ki ugyanebben az időszakban. A - részvényt piacon jelen lévő emberek közmondásosán rövid távú memóriájával rendelkező - spekulánsok, valamint az önmagukat befektetőnek kikiáltó szerencselovagok még felfújta árfolyamokon is mohón vásárolták a jelentéktelen vállalatok régi és új papírjait. Így

az inga határozottan a másik irányba lendült ki. A második kategóriájú vállalatok részvényei, amelyek korábban messze a legnagyobb arányban képviseltették magukat az alkalmi vételek között, a túlzott lelkesedés és túlértékeltség tipikus példáiává váltak. Kicsit másképpen, de ugyanez a jelenség ismétlődött meg 1961-ben és 1968-ban is - ekkor a figyelem középpontjába a második kategóriájúnál is jelentéktelenebb kisvállalatok újonnan kibocsátott részvényei, illetve olyan felkapott területeken működő cégek kerültek, mint az „elektronika”, a „számítástechnika” vagy a „franchise”.*

Ahogy várható volt, a rá következő piaci visszaesés ezekre a túlértékelt papírokra sújtott le a legkeményebben. Egyes esetekben az inga egészen a nyilvánvaló alulértékeltségig lendült ki.

Ha a második kategóriájú papírok többségét a piac normális körülmények között is hajlamos alulértékelni, milyen okból gondolhatja a befektető azt, hogy profitálhat egy ilyen szituációból? Hiszen ha az végtelen hosszan fennáll, akkor nem örökre ugyanabban a piaci pozícióban marad, mint amilyenben megvette a papírt? A válasz erre a kérdésre ennél összetettebb. A második kategóriájú vállalatok papírjainak alkalmi áron való megvásárlásából többféle módon is jelentős profit származhat. Először is viszonylag magas az osztalékhozamuk. Másodsorban: az újrabefektetett nyereség jelentős a fizetett árhoz képest, és ez végeredményben az árra is hatással lesz. Jól megválogatott részvények esetében öt-hét éves időszak alatt egészen meghatározóvá válhatnak ezek az előnyök. Harmadszor: a bika piac általában az alacsony árú részvényekre van a legjobb hatással, így jellemzően legalább reális szintre emeli a tipikus alkalmi vételek árfolyamát. Negyedszer: még a viszonylag irány nélküli piaci időszakokban is folyamatos árkorrekció megy végbe, amelynek keretében az alulértékelt második kategóriájú papírok árfolyama legalább a hasonló értékpapírtípusoknak megfelelő, normál szintre emelkedhet. Ötödször: a konkrét tényezők, amelyek a kiábrándító nyereségadatokért sok esetben felelősek, új körülmények kialakulása, a korábbtól eltérő vállalati politika bevezetése vagy a menedzsmentben változások miatt érvényüket veszthetik.

Az utóbbi években megfigyelhető fontos új tényező volt a kisebb vállalatok nagyobbak általi felvásárlása, ami elsősorban utóbbiak diverzifikációra való törekvése miatt következett be. Ezekben az esetekben szinte kivétel nélkül viszonylag nagyvonalú árat fizetnek a papírokért, amely lényegesen meghaladja az alkalmi vételeken az utóbbi időben elérhető nyereséget.

* 1975 és 1983 között a kis („második kategóriájú”) részvények lenyűgöző mértékben, évi átlag 17,6 százalékponttal múlták felül a nagy papírok teljesítményét. A befektetői közönség mohón keblére ölelte a kis részvényeket, a befektetési alapkezelők több száz új, kisvállalatokra szakosodott alapot indítottak. A kis papírok pedig azzal köszönték meg a kiemelt figyelmet, hogy a következő évtized során évi öt százalékponttal alulmúlták a nagy részvények teljesítményét. A ciklus 1999-ben újraindult: ekkor a kis részvények közel kilenc százalékponttal verték a nagy papírokat, arra ösztönözve ezzel a befektetési bankárokat, hogy több száz kis high-tech részvény elsődleges részvénykibocsátását megszervezve a nagyközönségre zúdítsák ezeket a papírokat. Ezek nevében már nem az „elektronika”, a „számítástechnika” vagy a „franchise” díszlegettek; az új hívószavak a „.com”, az „optikai” a „vezeték nélküli” illetve az olyan előtagok lettek, mint az „e-” és az „I”. Ezek a befektetési varázsszavak kivétel nélkül bűvész módjára tüntetik el azok pénzét, akik hisznek bennük.

Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a negatív megközelítés

Amikor a kamatszint az 1970-esnél sokkal alacsonyabb volt, olyan kötvények és elsőbbségi részvények is az alkalmi vételek közé tartoztak, amelyek jelentős diszkonttal a névértékük alatt forogtak. Most más helyzetben vagyunk, mert jelenleg a kellően biztonságos, stabil háttérrel rendelkező papírok is jelentős diszkonttal forognak, ha kamatszelvevényükön, mondjuk, 4,5 százalék vagy ennél is alacsonyabb érték olvasható. Néhány példa: az American Telephone & Telegraph 2,625 százalékos, 1986-os lejáratú kötvényét 1970-ben 51 százalékon, a Deere & Co. 4,5 százalékos, 1983-as lejáratú papírját 62 százalékon jegyezték. Ezekről nagyon hamar kiderülhet, hogy az alkalmi vételek közé tartoztak - amennyiben a jelenlegi kamatlábak nagymértékben csökkenni fognak. Ahhoz, hogy a kötvények között a szó hagyományosabb értelmében vett alkalmi vételeket találjunk, érdemes lehet még egyszer a jelenleg pénzügyi problémákkal küzdő vasúttársaságok első jelzálogkötvényeire (first-mortgage bond) irányítani figyelmünket; ezeket a papírokat 20-30 százalék körüli árfolyamon jegyzik. Az ilyen szituációk nem a tapasztalatlan befektetőknek valók - aki nem képes pontos értékelésre, nagyon könnyen megégetheti magát. Am a piaci visszaesés igen gyakran eltúlzott méreteket ölt ezen a területen; ebből adódóan a papírok e csoportja különösen kifizetődőnek bizonyulhat a gondos és bátor elemzők számára. Az 1948-ban véget ért tíz évben a bedólt vasúti kötvények milliárdos nagyságrendű csoportja számos látványos lehetőséget kínált. Az ilyen lehetőségek azóta igencsak megritkultak, ám megeshet, hogy az 1970-es években újra felbukkannak.*

Különleges helyzetek vagy „behajtások”

Nem is olyan régen olyan terep volt ez, amely szinte garantáltan vonzó megtérülést kínált azok számára, akik kiismerték itt magukat; s ami igazán szép, hogy ez szinte bármilyen általános piaci helyzetben igaz volt. Ténylegesen soha nem volt a nagyközönség számára tiltott terület. Akiknek volt érzékük az ilyen dolgok iránt, megtanulhatták a dörgést, és hosszú iskolai tanulmányok vagy tanulóidő nélkül lehettek roppant dörgős, gyakorló szakemberek. Mások elég jó szimatúnak bizonyultak ahhoz, hogy felismerjék az efféle megközelítés létjogosultságát, és olyan okos fiatalembereket kötöttek magukhoz, akik főként az ilyen „különleges helyzetekre” szánt alapokat kezelték. Ám később bemutatandó okok miatt az elmúlt években az „arbitrázsok és behajtások” területe kockázatosabbá és kevésbé jövedelmezővé vált. Elképzelhető, hogy az elkövetkező években a körülmények újra kedvezőbbé

* Napjainkban nem rejlenek komoly lehetőségek a bedólt vasúti kötvényekben. Ahogy azonban már említettük, a 2000-2002-es piaci válságot követően jelentős értéket képviselhetnek a high-tech vállalatok pénzügyi gondokkal küzdő vagy bedólt bővítő kötvényei, illetve átváltható kötvényei. Ám a diverzifikálás ezen a területen is elengedhetetlen - ami azonban az ilyen értékpapírokra szánt legalább 100 ezer dollár hiányában gyakorlatilag kivitelezhetetlen. Ha nem vagyunk többszörös (dollár)milliomosok, az ilyenfajta diverzifikálás elérhetetlen számunkra.

** A „workout” kifejezés talán valamivel átfogóbb jelentéssel bír, mint a magyarban - erre is használt - behajtás. A kifejezés az erőfeszítésre, az elvégzendő munkára utal, amellyel a régebben lejárt követelésekből újra pénz lehet kideríteni - A ford.)

Az intelligens befektető

válnak. Akárhogyan lesz is, érdemes lehet nagy vonalakban felvázolni az effajta műveletek jellegét és kiindulópontját, illetve egy-két példával szemléltetni őket.

A legjellemzőbb „különleges helyzetek” abból nőttek ki, hogy nagyobb vállalatok egyre gyakrabban vásárolnak fel kis cégeket. A felvásárlásokat a minél diverzifikáltabb termékkínálatot megkövetelő jelenlegi trend táplálja, amelynek egyre több menedzsmen igyekszik megfelelni. Egy ilyen nagyvállalatnak gyakran jobb üzletnek tűnik meglévő vállalkozást felvásárolni, mint az adott területen új belépőként, a nulláról kezdve elindulni. Ahhoz, hogy az ilyen akvizíció megvalósítható legyen, és az ügyletet a kisebb vállalat részvényeseinek elegendően nagy többsége támogassa, szinte minden esetben az aktuális árfolyamnál jóval magasabb ajánlati árat kell megadni. Az ilyen vállalati ügyletek érdekes profitszerzési lehetőségeket teremtenek azok számára, akik kellőképpen ismerik ezt a területet, és jó értékítéletük megfelelő tapasztalattal párosul.

Nem is olyan régen rengeteg pénzt kerestek az okos befektetők, akik csődbe ment vasúttársaságok kötvényeit vásárolták fel - olyan kötvényeket, amelyekről tudták, hogy az aktuális áruknál sokkal többet fognak érni, amikor végre megtörténik a vasúttársaságok átszervezése. A reorganizációs tervek kihirdetése után megjelent az új értékpapírok „kibocsátás előtti” piaca. Ezeket szinte kivétel nélkül lényegesen drágábban lehetett értékesíteni, mint amennyiért az új kötvényekre becserélhető régi papírokat be lehetett szerezni. Fennállt ugyan a kockázata annak, hogy a tervek esetleg nem teljesülnek, vagy váratlanul csúsznak, ám összességében igen jövedelmezőnek bizonyultak ezek az „arbitrázsműveletek”.

Hasonló lehetőségek származtak a közműszolgáltató vállalatoknak az 1935-ös jogszabályokat követő feldarabolásából. Szinte minden vállalat lényegesen magasabb értékűnek bizonyult, amikor holdingokból különállóan működő cégek csoportjaivá alakították át őket.

A mögöttes tényező jelen esetben az értékpapírpiacon azon jellemvonása, hogy hajlamosak alulértékelni a bármilyen jellegű komplikált jogi eljárásban érintett papírokat. A régi Wall Street-i mottó szerint: „Soha ne vegyél bele peres eljárásba.” Fontos tanács lehet ez azoknak a spekulánsoknak, akik gyors műveleteket kívánnak végezni a papírokkal. Ám ha a nagyközönség széles körben magáévá teszi ezt az elvet, akkor szükségszerűen alkalmi vételek lehetősége merül fel az érintett értékpapírokból, mivel a velük szemben táplált előítélet indokolatlanul alacsony szinten tartja az árfolyamukat.¹

Az ilyen különleges helyzetek kiaknázása a befektetések olyan technikai területét alkotják, amelyhez bizonyos szempontból az átlagostól eltérő beállítottság

* Klasszikus példa a közelmúltból a Philip Morris esete, amelynek részvényei két nap alatt 23 százalékot estek azt követően, hogy a floridai bíróság feljogosította az esküdteket, hogy akár 200 milliárd dollár értékű büntető kártérítés megfizetésére kötelezzék a vállalatot - amely végül is beismerte, hogy cigarettái rákot okozhatnak. Egy éven belül a Philip Morris részvényeinek értéke a duplájára nőtt, hogy később egy Illinois állambeli, több milliárd dollár értékű ítélet nyomán legyen honnan visszazuhanni. Számos más olyan részvény van, amelyet egy felelősségi per gyakorlatilag tönkretett, ilyen például a Johns Manville, a W. R. Grace vagy a USG Corp. így a „soha ne vegyél bele peres eljárásba” szabály a legelrettenthetőbb befektetők kivételével továbbra is érvényben marad.

és eszköztár szükséges. A vállalkozó szellemű befektetők minden bizonnyal igen kis százaléka fog ezen a területen ügynöködni, és könyvünk nem hivatott arra, hogy részletesen ismertesse a rájuk váró nehézségeket.⁶

A befektetésre vonatkozó szabályaink tágabb következményei

A befektetési politika - legalábbis az itt tárgyalt értelmében - elsődlegesen a befektető azon döntésén múlik, hogy óvatos (passzív) vagy agresszív (vállalkozó szellemű) szerepet kíván-e betölteni. Az agresszív befektető alapos tudással kell, hogy rendelkezzen az értékpapírok értékelését illetően. Valójában olyan szintű ismeretekre van szüksége, amelyek garantálják, hogy értékpapír-piaci műveleteit üzleti vállalkozásnak tekinthesse. E filozófia mentén nem létezik köztes állapot vagy fokozat a passzív és az agresszív megközelítés között. Sok befektető - sőt talán azt is mondhatjuk, hogy a többség - ilyen köztes kategóriába igyekszik sorolni önmagát; véleményünk szerint ez olyan kompromisszum, amely több csalódással jár, mint eredménnyel.

Befektetőként nem válhatunk „félíg üzletemberré”, arra számítván ezáltal, hogy tükör után a normál vállalkozási nyereség felét fogjuk elérni.

Ebből a gondolatmenetből következik, hogy az értékpapír-tulajdonosok zömének az óvatos kategóriába kell tartoznia. Sem elegendő idővel, sem kellő eltökéltséggel, sem a szükséges mentális eszközökkel nem rendelkeznek ahhoz, hogy lényegében üzletszerűen foglalkozzanak a befektetéssel. Ezért kénytelenek megelégedni a kiváló hozammal, amit jelenleg az óvatos portfóliótól remélni lehet (vagy még annál is kevesebbel), és szívósan ellen kell állniuk az újra meg újra felbukkanó csábításnak, hogy más utakat választva növelni próbálják ezt a hozamot.

A vállalkozó szellemű befektető minden olyan értékpapír-műveletbe belevághat, amelyhez megvan a kellő képzettsége és a józan esze, és amely *az elfogadott üzleti szabályok szerint* kellően ígéretesnek tűnik.

E befektetői csoportnak szóló ajánlásainkban és figyelmeztetéseinkben igyekeztünk betartani az ilyen üzleti szabályokat. Az óvatos befektetőkre vonatkozó intelmeinket elsődlegesen a biztonság, az egyszerű választás és a kielégítő eredmények ígéretének hármas követelményrendszeré formálta, mind pszichológiai, mind matematikai értelemben. Ezen követelmények alkalmazása arra kényszerített bennünket, hogy az ajánlott befektetések köréből számos olyan értékpapírfajtát kizárjunk, amelyeket egyébként a másfajta típusú befektetők számára megfelelőnek tartanak. Ezeket a tiltott eszközöket az *1. fejezet 23. oldalán* soroltuk fel.

Gondoljuk végig a korábbinál kicsit alaposabban, hogy mi következik ezekből a korlátozásokból. Nem ajánlottuk az értékpapírok következő három fontos kategóriájának „teljes áron” történő megvásárlását: (1) külföldi kötvények, (2) általános elsőbbségi részvények és (3) második kategóriájú törzsrészvények, ideértve természetesen ezek elsődleges kibocsátásait. A „teljes ár” alatt kötvények és elsőbbségi részvények esetében névértékközeli, törzsrészvények esetében pedig a vállalat reális üzleti értékének megfelelő árfolyamot értünk. Az óvatos befektetők

nagy része árszinttől függetlenül jobban teszi, ha elkerüli ezeket a kategóriákat; a vállalkozó szellemű befektető is kizárólag akkor vásárolja ezeket, amikor alkalmi áron juthat hozzájuk - ez az adott értékpapír megállapított értékének legfeljebb kétharmada lehet.

Mi történne, ha minden befektető a vonatkozó tanácsainknak megfelelően cselekedne? A külföldi kötvényeket illetően már megvizsgáltuk ezt a kérdést (lásd 113. oldal), és jelen pillanatban nincs mit hozzáfűznünk az ott leírtakhoz. A befektetési minősítésű elsőbbségi részvényeket kizárólag intézmények, például biztosítótársaságok vásárolnák, amelyeknek előnyük származna az általuk birtokolt részvények különleges adózási státusából.

A kizárásra vonatkozó szabályaink egyik leginkább problémás következménye a második kategóriájú részvények területén jelentkeznek. Ha a befektetők többsége, mivel az óvatos csoportba tartozik, egyáltalán nem hajlandó ilyenekből vásárolni, a lehetséges vevők köre igencsak beszűkül. Ráadásul, ha az agresszív befektetők is csak alkalmi áron lennének hajlandók megvenni ezeket a papírokat, akkor azok arra lennének kárhóztatva, hogy valós értéküknél alacsonyabb áron forogjanak - leszámítva persze azt az esetet, ha nem intelligens befektetők is vásárolnak belőlük.

Ez szigorúnak, sőt kissé még etikátlannak is hangozhat. Pedig valójában csupán felismertük azt, ami ezen a területen az elmúlt 40 év meghatározó részében ténylegesen történt. A második kategóriájú részvények nagy többsége *valóban* egy olyan központi ár körül ingadozott, amely a papírok valós értéke alatt volt. Esetenként eléri, sőt meg is haladják ezt az értéket; ám ez a bika piacok felső harmadában történik, amikor a gyakorlati tapasztalatokból okulva már egyáltalán nem lehetünk biztosak abban, hogy indokolható a részvények adott árszinten történő vétele.

Épp ezért csupán azt tudjuk javasolni az agresszív befektetőnek, hogy fogadja el az élet tényeit úgy, ahogy a második kategóriájú részvények kénytelenek megélni azokat, és az ilyen kategóriájú részvényekre jellemző központi árszintet tekintse iránymutatónak saját vételi szintjének meghatározásához.

Ebben azonban némi ellentmondás rejlik. A jól kiválasztott, második kategóriájú átlagos részvény éppen olyan ígéretes is lehet, mint átlagos iparágvezető társa. Ami a kisebb papírból hiányzik a benne rejlő stabilitás terén, azt a kiváló növekedési lehetőségekkel bőven kárpótolhatja. Ebből következőleg számos olvasó logikátlannak találhatja azt, hogy „unintelligensnek” bélyegezzük az ilyen második kategóriájú részvények teljes „üzleti értéken” történő vásárlását. Úgy véljük, hogy a tapasztalat logikájánál erősebb nem létezik. A pénzügyi történelem pedig egyértelműen azt mutatja, hogy a befektető általában kizárólag akkor számíthat a második kategóriájú részvényektől kielégítő eredményekre, ha alacsonyabb áron vásárolja meg őket, mint amilyen értéket a magántulajdonosok számára képviselnek – úgy is fogalmazhatunk, hogy ha alkalmi áron jut hozzá a papírokhoz.

Az utolsó mondat jelzi, hogy az elv a szokásos *külsős* befektetőre vonatkozik. Ha valaki *befolyásolni* képes egy második kategóriájú vállalatot - vagy ilyen befolyással rendelkező, összetartó csoport része -, számára teljesen indokolt ugyanolyan alapon megvenni a részvényeket, mintha „zártkörűen működő vállalatba” vagy

más magántársaságba fektetne be. A bennfentesek és a külsősök pozíciója - és az ezekből eredő befektetési politika - közötti megkülönböztetés egyre fontosabbá válik, ahogy a vállalat maga *veszít* fontosságából. A vezető vállalatok alapvető sajátossága, hogy egyetlen különálló részvény pontosan annyit ér, mint egy befolyást biztosító részvényt pakett egy-egy papírja. Második kategóriájú vállalatok esetén egyetlen részvény *átlagos* piaci értéke lényegesen kevesebb, mint amekkora értéket a papír a befolyással bíró tulajdonosa számára képvisel. Pontosan eme tény miatt a részvényesek és a vállalatvezetés közötti, illetve a bennfentes és a külsős részvényesek közötti kapcsolat általában sokkal fontosabb és ellentmondásosabb a második kategóriájú vállalatok esetében, mint a vezető társaságoknál.

Az 5. fejezet végén utaltunk arra, hogy milyen nehézségekbe ütközik, ha egyértelmű és gyors megkülönböztetést szeretnénk tenni a vezető és a második kategóriájú részvények között. A két kategória közötti senkiföldjén hánykolódó részvények árfolyama jó eséllyel köztes módon fog viselkedni. Nem teljesen logikátlan a befektetőtől, hogy számított vagy becsült értékéhez képest *kis* diszkonttal megvásárol egy ilyen papírt azon az alapon, hogy az csak kicsit marad el a vezető kategóriától, és a nem túl távoli jövőben könnyedén azok közé emelkedhet.

Ígv a vezető és a második kategóriájú papírokat nem érdemes egymástól éles határvonallal elkülöníteni; hiszen ha így tennénk, akkor a vállalatok közötti kis minőségbeli eltérés esetén szükségszerűen nagy különbség lenne papírjaik indokolt vételi árában. Ezzel elismerjük a részvények eme két kategóriája közötti határmezsgyét, noha a befektetők osztályozása során elutasítottuk a köztes kategóriákat. A következőkkel indokoljuk ezt a szembetűnő következetlenséget: nem származhat komoly baj abból, ha némi bizonytalansággal tekintünk egy adott értékpapírra, mivel az ilyen esetek kivételesnek tekinthetők, és általában nem olyan nagy tét forog kockán. Annak viszont már komoly következményei lehetnek a befektetőre nézve, hogy az óvatos vagy az agresszív hozzáállást választja, és nem engedheti meg magának, hogy ilyen alapvető fontosságú kérdésben ne egyértelmű döntést hozzon.

Kommentár a 7. fejezethez

Mérhetetlen merészség és mérhetetlen elővigyázatosság szükséges ahhoz, hogy nagy vagyonra tegyünk szert; és ha végre sikerült, tízszer annyi bölcsesség szükségeltetik annak megtartásához
(Nathan Mayer Rothschild)

Az időzítés nem számít

Egy ideális világban az intelligens befektető csak akkor vásárol részvényeket, amikor olcsók; amint túlárzottá válnak, eladja őket, majd beássa magát a kötvények és a készpénz biztonságos világába, és addig ki sem jön onnan, amíg a részvények újra elég olcsóvá nem válnak ahhoz, hogy vételre alkalmasak legyenek. Egy kutatás eredménye szerint 1966-tól 2001 végéig a folyamatosan részvényekben tartott egy dollár 11,71 dollárra nőtt volna. Ám ha minden évben közvetlenül az öt legrosszabb nap előtt kiszálltunk volna a részvényekből, a kiinduló egy dollárunk 987,12 dollárra nőtt volna.¹

Mint a varázslatos piaci ötletek többsége, ez is bűvészmutatványra épül. Hogy az ördögbe tudnánk mi vagy bárki más megmondani, hogy melyik lesznek a legrosszabb napok - azt *megelőzően*, hogy ténylegesen bekövetkeznek! 1973. január 7-én a *New York Times* interjút közölt az ország egyik vezető pénzügyi elemzőjével, aki arra ösztökélte a befektetőket, hogy haladéktalanul vásárolják a részvényeket: „Nagyon ritkán fordul elő, hogy ilyen mértékben fenntartások nélkül hihetünk a bika piacban.” Az elemzőt Alan Greenspannek hívják, és nagyon ritkán fordul elő, hogy valaki fenntartások nélkül téved akkorát, mint azon a napon a Federal Reserve későbbi elnöke: 1973 és 1974 utóbb a gazdasági növekedés és a részvényt piac számára a nagy gazdasági válság óta a két legrosszabb évnek bizonyult.²

Vajon a profik jobban időzítenek a piacon, mint Alan Greenspan? „Nincs okunk kételkedni abban, hogy a visszaesés nagyja már mögöttünk van - jelentette ki 2001. december 3-án Kate Leary Lee, a piaci időzítésre vonatkozóan is tanácsokat adó R. M.

1 „The Truth About Timing”, *Barrorís*, 2001. november 5., 20. oldal. A cikk címe (Az igazság az időzítésről) örökérvényű elvre emlékezteti az intelligens befektetőt. Amikor az „igazság” szót olvassuk egy befektetési témájú cikkben, kapaszkodjunk meg: a most következő sorok minden bizonynyal tele lesznek hazugsággal. (Még egy apróság: az a befektető, aki 1966-ban vásárolt részvényeit 2001 végéig megtartotta volna, igazából 40, nem pedig 11,71 dollárral zárta volna a befektetését; a *Barron's* által citált kutatás szemmel láthatóan megfeledezett az osztalék újbóli befektetéséről.)

2 *A New York Times* 1973. január 7-ei száma, „Economic Survey” rész, 2., 19. és 44. oldal.

Kommentár a 6. fejezethez

Leary & Co. elnöke. - Most jött el az az idő, amikor érdemes belépni a piacra" - tette hozzá, azt jelezvén előre, hogy a részvények 2002. első negyedéves kilátásai „igen jók”.³ A következő három hónapban a részvények alig 0,28 százalékos emelkedést produkáltak, s ezzel mintegy 1,5 százalékponttal elmaradtak a pénzbetétek hozamától.

Leary nincs egyedül. A Duke Egyetem két pénzügytanára által végzett kutatás arra az eredményre jutott, hogyha megfogadtuk volna a piaci időzítéssel foglalkozó hírlvelek első (legjobb) decilisének ajánlásait, akkor 1991 és 1995 között 12,6 százalékos évesített hozamot értünk volna el. Ám ha elengedtük volna a fülünk mellett ezeket a tanácsokat, és részvényindexalapban tartottuk volna pénzünket, éves eredményünk 16,4 százalékos lett volna ki.⁴

Ahogy Sören Kierkegaard, a dán filozófus megjegyezte, az életet csak visszafelé lehet megérteni - azonban előre kell élni. Visszatekintve mindig pontosan látjuk, hogy mikor kellett volna venni és eladni a részvényeket. Ám ettől nem szabad azt hinni, hogy a jövőben is tudni fogjuk, mikor kell be- és kiszállni. A pénzügyi piacokon is igaz, hogy az utólagos élelátás tévedhetetlen, ám a jövőbe látás teljesen vak. Éppen ezért a befektetők túlnyomó többsége számára a piaci időzítés gyakorlatilag és érzelmileg egyaránt lehetetlenség.⁵

Ami felmegy...

A Föld légkörébe emelkedő, az ehhez szükséges sebességre gyorsuló űrhajóhoz hasonlóan gyakran a növekedési részvények is dacolnak a gravitációval - legalábbis látszólag. Vizsgáljuk meg most az 1990-es évek három legfelkapottabb növekedési részvényének - General Electric, Home Depot és Sun Microsystems - a röppályáját. (Lásd 7.1. ábra.)

1995 és 1999 között mindhárom vállalat egyre nagyobb és nyereségesebb lett. A Sun bevétele megduplázódott, és a Home Depot-é is több mint a kétszeresére nőtt. A Value Line adatai szerint a GE árbevétele 29, nyeresége pedig 65 százalékkal emelkedett. A Home Depot és a Sun egy részvényre jutó nyeresége nagyjából a triplájára nőtt.

Ám valami más is történt - ami egyáltalán nem lepte volna meg Grahamet. Minél gyorsabban nőttek a vállalatok, annál drágábbak lettek a részvényeik. És amikor a részvényárak gyorsabban nőnek, mint a vállalatok, akkor a befektetők előbb-utóbb szomorúak lesznek. Ahogy azt a 7.2. ábra mutatja:

Egy kiváló vállalat sem kiváló befektetés, ha túl magas árat fizetünk a részvényéért.

Minél többet megy fel egy részvény, annál valószínűbbnek tűnik, hogy folytatni fogja az emelkedést. Ám ez az ösztönszerű hiedelem éles ellentétben áll a pénzügyi

3 Sajtóközlemény, „It's a good time to be in the market, says R. M. Leary & Company”, 2001. december 3.

4 Ráadásul több ezer dollárnyi éves előfizetési díjat is megtakaríthatunk volna (amelyet le sem vontunk a hírlvelekkel elérhető hozam kiszámításakor). Ne feledjük azt sem, hogy a piaci időzítés alapján kereskedők általában sokkal magasabb brókerköltséget és rövid távú árfolyamnyereség-adót fizetnek, mint a „vedd meg és tartsd”-stratégiát követő befektető. A Duke Egyetem kutatását lásd John R. Graham és Campbell R. Harvey, „Grading the Performance of Market-Timing Hewsletters”, *Financial Analysts Journal*, 1997. november/december, 54-66. oldal; a tanulmánya www.duke.edu/~charvey/research.htm oldalról is letölthető.

5 A piaci időzítés reálisabb alternatíváiról - az átsúlyozásról és a költségátlagolásos módszerről - az 5. és 8. fejezetekben olvashatunk.

Kommentár a 6. fejezethez

fizika egyik alaptörvényével: minél nagyobbak a vállalatok, annál lassabban nőnek. Egy egymilliárd dollár forgalmú cég viszonylag könnyűszerrel megduplázhathatja értékesítéseit; de hova forduljon egy 50 milliárdos vállalat, hogy további 50 milliárd dollár értékű üzletet kössön?

A növekedési részvényeket reális árszinten érdemes megvásárolni, de amikor árfolyam/nyereség arányuk meghaladja a 25-öt vagy a 30-at, igencsak csúnyák lesznek a kilátásaink:

- Carol Loomis újságíró arra a megállapításra jutott, hogy 1960 és 1999 között a *Fortune* 500-as listáján szereplő 150 legnagyobb vállalat közül mindössze nyolcnak sikerült két évtizeden keresztül legalább évi átlag 15 százalékkal növelnie eredményét.⁶
- Öt évtizednyi adat tanulmányozása után a Sanford C. Bernstein & Co. kutatócég azt a következtetést vonta le, hogy az amerikai nagyvállalatok csupán 10 százaléka tudta legalább öt egymást követő évben 20 százalékkal növelni a nyereségét; mindössze 3 százalékuk tudott legalább tíz egymást követő éven át 20 százalékkal növekedni; és egyetlen olyan nem akadt, amely sorozatban tizenöt éven át képes lett volna erre.⁷
- Egy tudományos kutatás, amelynek keretében több ezer amerikai részvény 1951 és 1998 közötti alakulását vizsgálták meg, arra a megállapításra jutott, hogy az összes tízéves időszakot nézve, a nettó nyereségek átlagosan évi 9,7 százalékkal nőttek. Ám a legnagyobb vállalatokat magában foglaló 20 százalék esetében a nyereség csak évi átlag 9,3 százalékkal gyarapodott.⁸

Sok vállalatvezető szintén képtelen megérteni ezeket a számokat (lásd a 150. oldalon lévő *keretes írást*). Az intelligens befektetőt azonban nemcsak akkor érdeklik a nagy növekedési részvények, amikor azok népszerűsége eléri csúcspontját - hanem akkor is, amikor nem minden kerek. 2002 júliusában a Johnson & Johnson bejelentette, hogy szövetségi vizsgálat indult az egyik gyógyszergyárában, mert felmerült a hamis nyilvántartás vezetésének gyanúja. Ettől a J&J részvényének árfolyama az előző 12 hónap nyereségének 24-szereséről körülbelül a húszszorosára csökkent. Ezen az alacsonyabb szinten a Johnson & Johnson újra olyan növekedési részvénné válhatott, amely kellő térrel rendelkezett a növekedéshez - és így kiváló példája lett annak, amit Graham „viszonylag népszerűtlen nagyvállalatnak” nevez.⁹ Az ilyenfajta átmeneti népszerűtlenséggel vagyonokat lehet keresni, mert lehetőséget teremt arra, hogy kiváló áron vásároljunk meg egy nagyszerű vállalat részvényeit.

6 Carol J. Loomis, „The 15% Delusion”, *Fortune*, 2001. február 5., 102-108. oldal.

7 Lásd Jason Zweig, „A Matter of Expectations”, *Money*, 2001. január, 49-50. oldal.

8 Louis K. C. Chan, Jason Karceski és Josef Lakonishok, „The Level and Persistence of Growth Rates” National Bureau of Economic Research, tanulmány, No. 8282, 2001. május. Az anyag a www.nber.org/papers/w8282 címről tölthető le.

9 Szinte pontosan 20 évvel korábban, 1982 októberében a Johnson & Johnson részvényei egy hét alatt 17,5 százalékos veszítettek értékükből, amikor egy ismeretlen személy ciánt kevert a vállalat Tylenol nevű termékébe, és annak fogyasztói közül többen meghaltak. Erre válaszul a Johnson & Johnson elsőként vezette be a biztonsági zárral ellátott csomagolást, a részvény pedig folytatta diadalmenetét, s az 1980-as évek egyik legnagyszerűbb befektetésének bizonyult.

7.1. ábra: Fel, fel, messze fel

		1995	1996	1997	1998	1999
General Electric	Árbevétel (millió dollár)	43013	46119	48 952	51 546	55 645
	Egy részvényre jutó nyereség (\$)	0,65	0,73	0,83	0,93	1,07
	Éves részvényhozam (%)	44,5	40,0	50,6	40,7	53,2
	Árfolyam/nyereség hányados az év végén	18,4	22,8	29,9	36,4	47,9
Home Depot	Árbevétel (millió dollár)	15 470	19 536	24156	30 219	38 434
	Egy részvényre jutó nyereség (\$)	0,34	0,43	0,52	0,71	1,00
	Éves részvényhozam (%)	4,2	5,5	76,8	108,3	68,8
	Árfolyam/nyereség hányados az év végén	32,3	27,6	37,5	61,8	73,7
Sun Microsystems	Árbevétel (millió dollár)	5902	7095	8598	9791	11 726
	Egy részvényre jutó nyereség (\$)	0,11	0,17	0,24	0,29	0,36
	Éves részvényhozam (%)	157,0	12,6	55,2	114,7	261,7
	Árfolyam/nyereség hányados az év végén	20,3	17,7	17,9	34,5	97,7

Forrás: Bloomberg, Value Line

Megjegyzés: az árbevétel és a nyereség pénzügyi évre vonatkozik; a részvényhozam naptári évekre; az árfolyam/nyereség hányados pedig a december 31-ei záró ár osztva az előző négy negyedévre jelentett nyereséggel.

Kommentár a 6. fejezethez

7.2. ábra: Vigyázz odafenn!

	Részvény- árfolyam 1999.12.31-én (\$)	Részvény- árfolyam 2002.12.31-én (\$)	P/E hányados 1999.12.31-én	P/E hányados 2003 márciusában
General Electric	51,58	24,35	48,1	15,7
Home Depot	68,75	23,96	97,4	14,3
Sun Microsystems	38,72	38,72	123,3	n/a

n/a: nem értelmezhető, mivel a Sun nettó veszteséget ért el 2002-ben.

Forrás: www.morningstar.com, yahoo.marketguide.com

Nagy potenciál a nagyozásra

Nem csak a befektetők esnek áldozatul annak a tévhitnek, hogy a hipermértékű növekedés örökké tarthat. 2000 februárjában arról kérdezték John Rothot, a Nortel Networks ügyvezető igazgatóját, hogy milyen nagyra nőhet még a száloptikával foglalkozó, már akkor is óriási méretű vállalata. „Az iparág évi 14-15 százalékkal növekszik - válaszolta Roth -, és mi ennél hat százalékponttal gyorsabban fogunk gyarapodni. Egy ilyen vállalatméret mellett, mint a miénk, ez lenyűgöző.” Akkoriban a Nortel részvényei, amelyek az azt megelőző hat évben közel 51 százalékos évi növekedést tudtak felmutatni, a Wall Street által a vállalattól 2000-re várt nyereség 87-szeres értékén forogtak. Vajon túlértékelt volt a részvény? „Felfelé tart - vonta meg a vállalat Roth - de bőven lesz még tere az értéknövekedésnek, ahogy megvalósítjuk vezetőnk nélküli stratégiánkat.” (Végtére, tette még hozzá, a Cisco Systems részvényeivel a várható nyereség 121-szeresén kereskednek!)¹

Ami a Ciscót illeti, 2000 novemberében a vállalat első embere, John Chambers határozottan állította, hogy cége képes fenntartani a legalább évi 50 százalékos növekedést. „A logika azt mondja - jelentette ki - hogy vállalatunk elszakadt a versenytársaitól.” A Cisco részvényei visszaestek - akkoriban az előző évi nyereség csupán 98-szoros értékén forogtak a papírok -, és Chambers vételre szólította fel a befektetőket. „Kire fogadnának? - tette fel a kérdést. - Most van itt a nagy lehetőség.”²

Ehelyett azonban ezek a növekedési vállalatok zsugorodni kezdtek, túlázott részvényeik pedig lezuhantak. A Nortel árbevétele 37 százalékkal csökkent 2001-ben, a vállalat pedig több mint 26 milliárd dollárt veszített abban az évben. A Cisco bevétele ugyan 18 százalékkal nőtt 2001-ben, ám a vállalat több mint egymilliárd dollár nettó veszteséggel zárta az évet. A Nortel-részvények, amelyek Roth beszédekor 113,50 dollár értékűek, 1,65 dolláron fejezték be a 2002-es kereskedést. A Cisco részvényei, amelyeket 52 dolláron jegyezték, amikor Chambers „szakadárnak” nevezte a céget, 13 dollárig zuhantak.

Azóta mindkét társaságnál körültekintőbb előrejelzéseket adnak a jövőt illetően.

1 Lisa Gibbs, „Optic Uptick” *Money*, 2000. április, 54-55. oldal.

2 Brooke Southall, „Cisco's Endgame Strategy” *InvestmentNews*, 2000. november 30., 1., 23. oldal.

Az összes tojást egyetlen kosárba?

„Tedd az összes tojást egy kosárba, és utána már csak arra a kosárra vigyázz-jelentette ki Andrew Carnegie egy évszázaddal ezelőtt. - Ne engeddd, hogy lövéseid szóródjanak. (...) Az élet nagy sikereihez koncentrálásra van szükség."Ahogy Graham is megállapítja, „^ részvényekből azok tudnak igazán nagy vagyonokat keresni”, akik az összes pénzüket egyetlen, általuk rendkívül jól ismert befektetésbe teszik.

Amerika leggazdagabb emberei közül szinte mindegyiknek egyetlen iparágba, sőt leginkább egyetlen vállalatba való koncentrált befektetésből származik a vagyona (gondoljunk csak Bili Gatesre és a Microsoftra, Sam Waltonra és a Wal-Martra vagy a Rockefellerekre és a Standard Oilra). A *Forbes* 400 leggazdagabb amerikai tartalmazó listáját például 1982-es első összeállítása óta mindig is az ilyen vagyonnal rendelkező milliomosok uralták.

A kisebb vagyonok azonban szinte sohasem így keletkeznek - és a nagyobbak közül is keveset lehet ily módon *megtartani*. Carnegie elmulasztotta megemlíteni, hogy a koncentrálás vezet egyszersmind az élet legnagyobb *hibáihoz* is. Térjünk csak vissza a Forbes-féle milliomoslistához! 1982-ben a *Forbes* 400-tagok átlagos nettó vagyona 230 millió dollárra rúgott. Ahhoz, hogy az átlagos 1982-es tag 2002-ben is felkerüljön a listára, elegendő volt vagyonával évi 4,5 százalékos átlaghozamot elérnie - egy olyan időszakban, amikor ennél még a bankszámlán is többet lehetett keresni, a részvény piac éves átlaghozama pedig 13,2 százalék volt.

Az 1982-es *Forbes* 400-tagok közül vajon hányan szerepeltek a listán 20 év múlva is? Nos, csak 64 eredeti tag - szerény 16 százaléuk - került fel rá 2002-ben is. Azzal, hogy minden tojásukat ugyanabban a kosárban tartották, amely annak idején a listára juttatta őket - az egykor virágzó iparágak, mint az olaj és gáz, a hardvergyártás vagy más gyártó iparágak -, az összes többi egykori tag eltűnt onnan. Amikor beköszöntöttek a nehéz idők, ezen emberek egyike sem volt kellően felkészült - dacára annak, hogy milyen hatalmas előnyt jelenthetett volna számukra mérhetetlen vagyonuk. Álltak, és fájdalomtól meg-megrezzenő arccal nézték, ahogy a folyamatosan változó gazdaság szétzúzta egyetlen kosarukat, benne minden tojásukkal.¹⁰

Az alkalmi vételek gyűjtőhelye

Azt gondolhatnánk, hogy mindent behálózó világunkban gyerekjáték összeállítani és megvásárolni azon részvények listáját, amelyek megfelelnek a Graham által az alkalmi vételekkel szemben felállított kritériumoknak (*169. oldal*). Az internet valóban segítséget nyújt, ám a munka túlnyomó részét továbbra is saját kezűleg kell elvégeznünk.

Vegyük elő a *Wall Street Journal* mai számát, lapozzunk a „Money & Investing” rovatra, és a NYSE és a NASDAQ Scorecards táblázatokra pillantva keressük meg azokat a részvényeket, amelyek éves mélypontjukra estek vissza. Ezzel a gyors és

¹⁰ A megállapításért, hogy milyen megdöbbentően nehéz a Forbes 400-as listáján maradni, hálával tartozom Kenneth Fisher vagyonkezelő szakembernek (aki egyben a *Forbes* rovatvezetője is).

Kommentár a 6. fejezethez

egyszerű módszerrel olyan vállalatokat kutathatunk fel, amelyek esetleg megfelelnek Grahamnek a forgótőkére vonatkozó kitételének. (Online pedig a következő weboldalon próbálkozhatunk meg ugyanezzel: www.morningstar.com.)

Annak megállapítására, hogy egy részvény a vállalat nettó forgótőkéjének értéke alatt forog-e (amit Graham követői „net-net” értéknek neveznek), töltsük le a vállalat weboldaláról vagy a www.sec.gov oldalon elérhető EDGÁR adatbázisból a legfrissebb negyedéves vagy éves jelentést. Vonjuk ki a vállalat forgóeszközeiből az összes kötelezettséget (köztük az elsőbbségi részvényeket és a hosszú lejáratú adósságot). (Azt is megtehetjük, hogy a helyi nyilvános könyvtárban megkeressük a Value Line Investment Survey egy példányát, amivel megspórolhatjuk az éves előfizetés borsos költségét. Mindegyik számban találunk egy „Bargain Basement Stocks” listát, amely nagyon közel esik Graham definíciójához.) Az ilyen papírok többsége olyan jelenleg vízivataros területekről fog származni, mint a high-tech vagy a telekommunikáció.

Nézzünk egy példát: 2002. október 31-én a Comverse Technology forgóeszközeinek értéke 2,4 milliárd, összes kötelezettsége pedig 1,0 milliárd dollárt tett ki, így a nettó forgótőke 1,4 milliárd dollárra rúgott. Mivel a vállalat részvényeinek száma 190 millió darab alatt volt, a papírral pedig kevesebb mint 8 dolláron kereskedtek, a Comverse teljes piaci kapitalizációja nem érte el az 1,4 milliárd dollárt. Tekintve, hogy a részvényt valamivel a Comverse pénzeszközeinek és készleteinek együttes értéke alá árazták, a vállalat tényleges üzletvitelét tulajdonképpen ingyen adták. Graham pontosan tudta, hogy mindezek ellenére egy ilyen részvényen, mint a Comverse, veszíteni is lehet - éppen ezért csak akkor szabad megvásárolni, ha egyszerre több tucat hasonlót tudunk találni, és képesek leszünk türelmesen tartani azokat. Ám azon nagyon ritka alkalmakkor, amikor a nagybetűs Piac ilyen bőségben, szinte tálcán kínálja nekünk a valódi alkalmi vételeket, csaknem teljesen biztosak lehetünk abban, hogy profitálni fogunk belőlük.

Milyen külpolitikát kövessünk?

Az intelligens befektetőnek nem kötelező külföldi részvényekbe befektetni, ám erősen ajánlott. Miért? Végezzünk egy kis gondolatkísérletet. 1989 végén járunk, és történetesen Japánok vagyunk. Következzenek a tények:

- Az elmúlt 10 évben részvénytőkeünk évi átlag 21,2 százalékkal gyarapodott, ami jóval meghaladja az Egyesült Államokban mért évi 17,5 százalékos növekedést.
- A japán vállalatok mindent összevásárolnak az Egyesült Államokban, legyen az a Pebble Beach-i golfpálya vagy a Rockefeller Center; eközben az olyan amerikai cégek, mint a Drexel Burnham Lambert, a Financial Corp. of America vagy a Texaco, annak rendje és módja szerint csődbe mennek.
- Az amerikai high-tech iparág haldoklik. Japáné virágzik.

1989-ben a felkelő nap országában a fentiekből kizárólag azt a következtetést vonhattuk le, hogy a Japánon kívüli befektetés a legostobább ötlet a szusiautomaták

Kommentár a 6. fejezethez

feltalálása óta. Természetes, hogy minden pénzünket japán részvényekbe fektettük. Az eredmény? A következő évtizedben pénzünk nagyjából kétharmadát elveszítettük.

A tanulság? Nem az, hogy soha nem szabad olyan külföldi piacokon befektetnünk, mint például Japán, sokkal inkább az, hogy a japánoknak nem kellett volna minden pénzüket otthon tartaniuk. És nekünk sem szabad. Ha az Egyesült Államokban élünk, az Egyesült Államokban dolgozunk, és amerikai dollárban kapjuk a fizetésünket, akkor máris ezer szálon függünk az amerikai gazdaságtól. Ahhoz, hogy körültekintően járjunk el, befektetési portfólióink egy részét tegyük máshova - egyszerűen azért, mert soha, senki nem fogja tudni megmondani, hogy mit hoz a jövő itthon és külföldön. Azzal, hogy részvénytőkéink legfeljebb harmadát külföldi papírokat (köztük a fejlődő piaci részvényeket) vásárló befektetési alapokba tesszük, felkészülünk arra az eshetőségre, hogy nem mindig a saját házunk tája lesz a legjobb befektetési terep.

8. FEJEZET

A befektető és a piaci ingadozások

Ameddig a befektető pénzét kiváló minősítésű, viszonylag rövid - mondjuk legfeljebb hétéves - lejáratú kötvényekbe teszi, a piaci árak változásai nem lesznek rá jelentős hatással, és nem kell azokat figyelembe vennie. (Ugyanez igaz a portfóliójában tartott amerikai takarékkötvényekre is, amelyeket bármikor visszaválthat bekerülési áron vagy akár a fölött is.) Hosszabb lejáratú kötvényei viszonylag széles ártartományban mozoghatnak futamidejük alatt, részvényportfóliójának értéke pedig szinte biztos, hogy ingadozni fog bármely többéves időszak alatt.

A befektetőnek tisztában kell lennie ezekkel az eshetőségekkel, és mind pénzügyileg, mind pszichológiailag fel kell készülnie rájuk. Profitálni szerelne a piaci árszint változásából - nyilvánvalóan az idő előrehaladtával dráguló részvényei által, illetve esetleg a kedvező áron vásárolt és eladott értékpapírjaival. A részéről felmerülő ilyen igény teljes mértékben természetes és érthető. Ugyanakkor benne rejlik az a nagyon is valós veszély, hogy spekulatív jellegű gondolkodás és műveletek felé fogja irányítani. Könnyű azt mondanunk az olvasónak, hogy ne spekuláljon; ő lesz az, akinek nehéz betartani egy ilyen tanácsot. Hadd ismételjük meg azt, amit már az elején elmondtunk: ha spekulálni szeretnénk, tegyük azt annak teljes tudatában, hogy a végén valószínűleg veszteséggel leszünk kénytelenek szembesülni; gondoskodjunk arról, hogy korlátozzuk a kockázatot összeget, és teljes mértékben elkülönítsük a spekulatív és a befektetési tevékenységeinket.

Kezdjük a fontosabb témával, a részvények árfolyamváltozásaival, hogy majd a későbbiekben a kötvények területére is kitérjünk. A 3. fejezetben történelmi áttekintést adtunk a részvényt piac elmúlt száz évének történéseiről. Ebben a részben időről időre visszautalunk majd erre az anyagra, hogy lássuk, mit ígérnek a múltbeli eredmények a befektetőnek - egyrészt az egymást követő emelkedő és csökkenő piaci időszakokon átívelően és aránylag változatlan formában megtartott portfólió hosszú távú felértékelődése, másrészt pedig a medve piacok mélypontjai közelében lebonyolított vételek és a bika piacok csúcsaitól nem túlságosan messze eső eladások lehetősége által.

Piaci ingadozások: útmutató a befektetési döntésekhez

Mivel még a befektetési besorolású részvények árfolyama is ismétlődő és jelentős ingadozásoknak van kitéve, az intelligens befektető érdeklődését felkelti a lehetőség, hogy profitáljon ezekből az ingaszerű kilengésekből. Kétféleképpen kísérheti meg ezt: *időzítés* és *árazás* útján. Időzítés alatt azon erőfeszítéseit értjük, hogy megkísérli megérezni a részvénypiac jövőbeli mozgását - vásárol, vagy megőrzi a papírjait, amikor felfelé tartó árfolyamokra számít, lefelé tartó kurzus esetén pedig elad, vagy tartózkodik a vételtől. Árazás alatt pedig azt értjük, hogy olyankor próbál meg részvényeket vásárolni, amikor azok reális értékük alatt forognak, és akkor adja el őket, amikor a fölötti árszinten értékesíthetők. Az árazás kevésbé ambiciózus formája a befektető azon egyszerű törekvése, hogy vételkor ne fizessen túl sokat a részvényért. Az óvatos befektető számára ez elegendő is lehet, hiszen esetében a hangsúly a hosszú távú tartáson van; ám ha így tesz, akkor csak az elengedhetetlenül szükséges minimális mértékben veszi figyelembe a piaci árszinteket.¹

Meggyőződésünk, hogy az intelligens befektető az árazási módszer mindkét típusával kielégítő eredményeket érhet el. Hasonlóképpen biztosak vagyunk abban is, hogy ha - annak előrejelzési értelmében - az időzítésre összpontosítja figyelmét, spekulánsként és a spekuláns által várható pénzügyi eredményekkel végzi. A laikus számára talán szörszálhasogatásnak tűnhet ez a megkülönböztetés, és a Wall Streeten sem széles körben elfogadott. Üzleti gyakorlatuk vagy önérdékű meggyőződésük okán a részvénybrókerek és a befektetési szolgáltatók makacsul ragaszkodnak ahhoz az elvhez, amely szerint a részvények területén működő befektetők és spekulánsok egyformán alapos figyelemmel kell, hogy kövessék a piaci előrejelzéseket.

Úgy véljük, hogy minél távolabb kerül valaki a Wall Streettől, annál szkeptikusabban tekint a részvénypiaci előrejelzésekkel vagy időzítéssel kapcsolatos erőfeszítésekre. A befektető aligha veheti komolyan a szinte naponta megjelenő és széles körben elérhető előrejelzéseket. Sok esetben mégis figyel rájuk, sőt ezek alapján dönt. Miért? Mert meggyőzték arról, hogy fontos számára *valamilyen* véleményt alkotni a részvénypiac jövőbeli alakulásáról, és mert úgy érzi, hogy brókere vagy pénzügyi szolgáltatója előrejelzései legalábbis a sajátjánál megbízhatóbbak."

* Az 1990-es évek végén a „piaci stratégiák” előrejelzései minden eddiginél nagyobb befolyással bírtak. Ettől azonban sajnos nem lettek pontosabbak. 2000. március 10-én, pontosan azon a napon, amikor a NASDAQ részvényindexe 5048,62 ponttal történelmi csúcsot ért el, a Prudential Securities vezető technikai elemzője, Ralph Acampora azt nyilatkozta a USA *Today* című napilapban, hogy 12-18 hónapon belül 5000 pontra várja a NASDAQ-ot. Öt héttel később a NASDAQ már 3321,29 pontig esett - ám Thomas Galvin, a Donaldson, Lufkin & Jenrette egyik piaci stratégája kijelentette, hogy „lefelé csupán 200 vagy 300 pontnyi tér van a NASDAQ-ban, felfelé azonban 2000”. Kiderült, hogy felfelé egyetlen pont sem volt, lefelé pedig több mint 2000, mivel a NASDAQ folytatta mélyrepülését, és végül 2002. október 9-én 1114,11 ponton fogott talajt. 2001. márciusában Abby Joseph Cohen, a Goldman, Sachs & Co. vezető befektetési stratégája azt jósolta, hogy a Standard & Poor's 500 részvényindexe 1650 ponton, a Dow Jones Industrial Average pedig 13 000 ponton fogja zárni a 2001-es évet. „Nem számítunk recesszióra - mondta Cohen -, és úgy gondoljuk, hogy a vállalati profitok az év későbbi részében a trendnek megfelelő növekedési ütem szerint fognak bővülni.” Az amerikai gazdaság ennek ellenére recesszióba fordult, az S&P 500 1148,08 ponton, a Dow pedig 10021,50 ponton fejezte be az évet - 30, illetve 23 százalékkal a stratégia által jósolt szint alatt.

Az *intelligens befektető*

Terjedelmi okokból nincs lehetőségünk arra, hogy részletesen tárgyaljuk a piaci előrejelzések mellett, illetve ellen szóló érveket. Nem kevés szellemi energiát fordítanak erre a területre, és az is kétségtelen, hogy *néhány ember* pénzt kereshet azzal, hogy jó részvénytapi elemzőnek bizonyul. Ám esztelenség azt hinni, hogy a *nagyközönség* bármikor is profitálhat a piaci előrejelzésekből. Hiszen ki fog akkor vásárolni, amikor a nagyközönség adott jelre sietve eladja a portfóliójában lévő összes papírt? Ha a kedves olvasó arra számít, hogy a piaci előrejelzések valamilyen rendszerét követve fog meggazdagodni az évek során, akkor olyasvalamit igyekszik megvalósítani, amire számtalan másik ember is törekszik, így azt kell hinnie, hogy jobbnak fog bizonyulni a piacon lévő sok ezer vetélytársánál. Sem logikai, sem tapasztalati alapja nincs annak a feltételezésnek, hogy egy tipikus vagy átlagos befektető sikeresebben tudja előre jelezni a piac alakulását, mint a nagyközönség, amelynek ő maga is része.

Létezik az „időzítés” filozófiájának egy olyan aspektusa, amely szemmel láthatóan mindenkinek a figyelmét elkerüli. Az időzítés nagy pszichológiai jelentőséggel bír a spekuláns számára, aki sietve szeretné learatni a nyereségét. Az eshetőség, hogy akár egy évet is várnia kell ahhoz, hogy részvényének árfolyama felmenjen, nem egyeztethető össze a jellemével. Ám a várakozás mint olyan semmilyen következménnyel nem jár a befektető szempontjából. Milyen előnyt ad számára, ha nem fekteti be pénzét, hanem kivár, amíg (véltetően) megbízható jelet kap arról, hogy eljött a vétel ideje? Csak akkor jár jól, ha a várakozással sikerül egy olyan későbbi, jelentősen *alacsonyabb áron* megvásárolnia a papírt, amely képes ellentételezni az időközben esetleg elveszített osztalékjövendelmét. Ebből adódóan az időzítés kizárólag abban az esetben jelent valódi értéket a befektetőnek, ha az egybeesik az árazással - vagyis ha lehetővé teszi számára, hogy jóval a korábbi eladási árak alatt vásárolja vissza részvényeit.

Ilyen tekintetben a vételek és eladások időzítésére vonatkozó híres Dow-elméletnek nem szokványos a történelme.* Röviden, ez a módszer abból kapja a vételi jelzést, hogy a felfelé tartó részvényátlagok egyfajta speciális áttörést mutatnak, az eladási jelzést pedig lefelé tartó átlagok hasonló áttörése mutatja meg. A módszer alkalmazásának számított - nem szükségszerűen tényleges - eredményei szinte töretlen nyereséget mutattak ki 1897 és az 1960-as évek eleje között. Ilyen tálalásban a Dow-elmélet gyakorlati értéke sziklaszilárdan igazoltnak látszott; esetleges kétségek legfeljebb arra vonatkozóan merülhetnek fel, hogy a közzétett „eredmények” valóban megbízható képet adnak-e arról, hogy a Dow-elmélet követői adott helyzetben ténylegesen hogyan viselkedtek volna a piacon.

Az eredmények alaposabb vizsgálatából kiderül, hogy a Dow-elmélet által felmutatott eredmények minősége radikálisan megváltozott 1938 után - vagyis néhány évvel azt követően, hogy a Wall Streeten elkezdtek az elméletet igazán komolyan venni. Látványos sikert tudhat a magáénak azzal, hogy 306 pontnál, egy hónappal az 1929-es válság kitörése előtt eladási jelzést adott, és követőit mindaddig távol tartotta a hosszú medve piactól, amíg 1933-ban, az index 84

* Lásd 2. oldal.

pontos értékénél többé-kevésbé meg nem nyugodtak a körülmények. Am 1938-tól kezdődően a Dow-elmélet működése kimerült abban, hogy viszonylag jó áron eladási jelzést adott követőinek, majd magasabb áron újra megvásároltatta velük a papírokat. Körülbelül 30 évvel később már érzékelhetően jobban járt az, aki egyszerűen megvette és tartotta a DJIA indexet.²

A probléma mélyreható vizsgálata után úgy véljük, a Dow-elmélet eredményeinek megváltozása nem véletlen, hanem az üzleti és pénzügyi területek előrejelzési és kereskedési képleteinek velejáró és elkerülhetetlen jellemzőjét bizonyítja. A fontosnak tartott és maguknak követőket szerző képletek vagy azért válnak széles körben ismertté, mert egy adott időszakban megfelelően működtek, vagy pedig azért, mert hihető módon illeszkedtek egy múltbeli, statisztikai adatsorhoz.

Am elfogadottságuk növekedésével párhuzamosan megbízhatóságuk hajlamos gyengülni. Két okból következik ez be: először is az idő múlásával új feltételek alakulnak ki, amelyekhez a régi képlet már nem illeszkedik. Másodsorban pedig a kereskedési elmélet népszerűsége önmagában képes befolyásolni a piac viselkedését, ami hosszú távon csökkenti a képlet profitszerzési lehetőségeit. (Egy, a Dow-elmülethez hasonló módszer népszerűsége önmagában képes lehet az elmélet helyességének igazolására, hiszen követőinek a vételi vagy eladási jelre végrehajtott műveletei is a piac emelkedését, illetve csökkenését váltják ki. Természetesen a nagyközönség ilyen „csordajellegű” viselkedése sokkal inkább veszélyt, mintsem előnyt jelent az egyszerű befektető számára.)

A „vedd meg olcsón, add el drágán” megközelítés

Meggyőződésünk, hogy az átlagos befektető nem képes sikeresen kezelni az árfolyammozgásokat, ha megkísérli előre jelezni őket. Vajon *azt követően*, hogy már bekövetkeztek, profitálhat-e belőlük - vagyis azáltal, hogy minden nagyobb piaci visszaesés után vásárol, a jelentősebb emelkedések után pedig eladja a papírokat? 1950 előtt a sokéves periódusok alatti piaci ingadozások nagymértékben alátámasztották ezt az elgondolást. Igazság szerint az „okos befektető” klasszikus definíciója úgy szól, hogy „olyan valaki, aki medve piacon vásárol, amikor mindenki más elad, és bika piacon ad el, amikor mindenki más vesz.” Ha megvizsgáljuk a Standard & Poor's index 1900 és 1970 közötti ingadozásait bemutató 3.1. *grafikont* és az ahhoz tartozó 3.1. *táblázatot* (lásd a 53. *oldalon*), egyértelműen látszik, miért bizonyult egészen a közelmúltig megfelelőnek ez a megközelítés.

1897 és 1949 között tíz teljes piaci ciklus ment végbe a medve piaci mélyponttól a bika piaci csúcsig, majd újra vissza a medve piac mélypontjáiig. Hat közülük legfeljebb négy évig, négy másik hat vagy hét évig, egy - az 1921 és 1932 közötti híres „új korszak” ciklus - pedig tizenegy évig tartott. A mélypontok és a csúcspontok közötti százalékos növekedés 44 és 500 százalék közé, a többségük azonban az 50 és 100 százalék közötti tartományba esett. Az ezeket követő visszaesés százalékos mértéke 24 és 89 százalék között szóródott, a zö-

Az intelligens befektető

mük mindazonáltal a 40-50 százalékos sávba tartozott. (Nem szabad elfelejteni, hogy egy 50 százalékos esés teljesen semmivé teszi az előtte bekövetkezett 100 százalékos emelkedést.)

Néhány jól meghatározható sajátosság majdhogynem az összes bika piacra jellemző volt: (1) történelmi árfolyamcsúcs, (2) magas árfolyam/nyereség hányadosok, (3) a kötvényhozamokhoz képest alacsony osztalékhozamok, (4) jelentős mértékű, hitelből fedezett spekuláció, valamint (5) számtalan gyenge minőségű új részvény kibocsátása. A részvényt piac történelmét tanulmányozva úgy tűnt, hogy az intelligens befektetőnek képesnek kellett volna lennie azonosítani az ismétlődő medve és bika piacokat, vásárolni az előbbieket, illetve eladni az utóbbiak idején, és az esetek többségében viszonylag rövid időintervallumokon belül megtenni ezeket. Különböző módszereket dolgoztak ki az általános piac vételi és eladási szintjeinek meghatározására, az értéket meghatározó tényezők, az árfolyammozgások százalékos mértéke vagy mindkét megközelítés alapján.

Ám rá kell mutatnunk arra, hogy már az 1949-ben elkezdődött példátlan bika piac előtt is tapasztalhatók voltak az egymást követő piaci ciklusok olyan, a megszokottaktól való eltérései, amelyek bonyolultabbá és esetenként kivitelezhetetlenné tették az oly vonzónak tűnő „vedd meg olcsón, add el drágán” módszert. Ezen elhajlások közül a leghíresebb természetesen az 1920-as évek végének nagy bika piaca, amely minden számítást csúnyán összezavart.* Ezért már 1949-ben sem volt egyértelműen biztos, hogy a befektető pénzügyi politikáját és tevékenységét elsősorban azon igyekezetére alapozhatja, hogy a medve piacok alacsony árszintjein vásárol, és a bika piacok magas árfolyamain ad el.

Utóbb kiderült, hogy ennek pontosan a fordítottja igaz. A piac elmúlt 20 évbeli viselkedése nem a korábbi sémákat követte, nem igazodott a korábban jól bevált veszélyjelekhez, és nem tette lehetővé a „vedd meg olcsón, add el drágán” régi szabályainak sikeres alkalmazását sem. Az, hogy a régi, viszonylag szabályos bika és medve piaci séma visszatér-e még valaha - nem tudjuk. Ám nem tűnik számunkra életszerűnek a befektető azon próbálkozása, hogy jelenlegi befektetési politikáját a klasszikus képletre alapozza - vagyis *bármilyen* részvényvásárlás előtt megvárja, amíg az árfolyam kimutathatóan a medve piaci árszintre esik. Ezzel szemben azt a politikát ajánljuk, hogy a részvények és a kötvények *részarányát* módosítsa a portfólióján belül; a befektetőnek az a feladata, hogy attól függően,

* A részvényárfolyamokat a mélybe taszító medve piacok nélkül bárki, aki arra vár, hogy „alacsony szinten vásárolhasson” előbb-utóbb teljesen úgy fogja érezni magát, mint aki kimarad valamiből, és - sajnos túl gyakran - úgy végzi, hogy korábbi elővigyázatosságát sutba dobva, páros lábbal ugrik a piacra. Pontosán ezért olyan lényeges *Grahamnek az érzelmi fegyelem* fontosságára vonatkozó figyelmeztetése. 1990 októbere és 2000 januárja között a Dow Jones Industrial Average töretlenül menetelt felfelé, ezen időszak alatt egyetlen alkalommal sem vesztett 20 százaléknál többet az értékéből, és 10 százalékot meghaladó veszteséget is csupán három alkalommal szenvedett el. A teljes (osztalékok nélküli) árfolyamnyereség: 395,7 százalék. A Crandall, Pierce & Co. szerint ez volt az elmúlt évszázad második leghosszabb, megszakítás nélküli bika piaca, amelynél csak az 1949-1961-es emelkedés tartott tovább. Minél tovább tart egy bika piac, annál súlyosabb emlékeztetést idéz elő a befektetőkben; úgy az ötödik év környékén az emberek többsége már el sem tudja képzelni, hogy a piac esni is tud. Akik felejtenek, azokat emlékeztetni kell; és a részvényt piacon ilyenkor szinte kivétel nélkül csak a rossz emlékek törnek elő.

hogy az elfogadott értékelési szabályok szerint mennyire vonzóak a részvényárak, csökkentse, vagy éppen növelje portfóliójában a részvények súlyát."

Képleteken alapuló befektetési tervek

Az 1949-50-ben indult részvénypiaci emelkedés első éveiben jelentős figyelem irányult a részvénypiac ciklusait kihasználó különböző módszerekre. Ezek „képleteken alapuló befektetési tervek” néven ismertek. Az ilyen tervek lényege - az egyszerű költségátlagolásos módszer kivételével -, hogy a befektető a piac nagymértvű növekedése esetében eladja részvényeinek *egy részét*. Sok ilyen módszer azt mondja, hogy a piaci árszint igazán nagy emelkedése a birtokában lévő összes részvénye eladására szólítja fel a befektetőt; mások szerint minden körülmények között meg kell tartani a részvények egy kisebb hányadát.

Ez a megközelítés azzal a kettős vonzeróval bír, hogy logikusan (és óvatosan) hangzik, kiváló eredményeket tud felmutatni, amikor visszamenőlegesen alkalmazzuk a részvénypiac korábbi éveire. Sajnos éppen abban az időszakban jött a leginkább divatba, amikor arra volt ítélve, hogy kevésbé jól működjön. A képleteken alapuló módszerek követői közül sokan az 1950-es évek közepének árszintjén teljes vagy közel teljes mértékben a részvénypiacon kívül találták magukat. Való igaz, hogy rendkívül csinos profitot realizálhattak, ám tágabb értelemben „elszaladt” mellettük a piac, és képleteik nem adtak rá alkalmat, hogy visszavásárolják részvénypozícióikat."

Van némi hasonlóság az 1950-es évek elején a képleteken alapuló befektetési megközelítést alkalmazó és a mintegy húsz évvel korábban a Dow-elmélet tisztán mechanikus változatát magáévá tévő befektetők tapasztalatai között. Mindkét esetben pontosan akkor szűnt meg jól működni a rendszer, amikor széles körben népszerűvé vált. Hasonlóan zavarba ejtő élményünk volt saját, „a központi érték módszerének” nevezett megközelítésünkkel is, amelyet a Dow Jones Industrial Average vételi és eladási szintjeinek meghatározására használtunk. A tanulság, úgy tűnik az, hogy a részvénypiacon való pénzkeresés minden olyan módja, amely egyszerűen leírható, és sok ember által követhető, eredendően túl egyszerű és túl könnyű ahhoz, hogy tartósnak bizonyuljon.*" Spinoza záró megjegyzése

* Graham a 4. fejezetben mutatja be ezt az ajánlott befektetési politikát" (72-75. oldal). Ezt a ma már „taktikai eszközzallokációnak” nevezett módszert széles körben követik az olyan intézményi befektetők, mint például a nyugdíjalapok vagy az egyetemek alapítványi alapjai.

** E befektetők közül sokan 1954 végén adták el minden részvényüket, miután az amerikai részvénypiac 52,6 százalékkal növekedett, ami a második legmagasabb éves hozam volt azóta, hogy megbízható adatokkal rendelkezünk a piac alakulásáról. A következő öt évben a partvonalon kívül állva figyelték, ahogy a részvényárak megduplázódtak.

*** Az egyszerű pénzkeresési módszerek két okból is erejüket veszítik: az egyik a trendek azon természetes tendenciája, hogy idővel véget érnek (szokás erre az „átlaghoz való visszatérésként” is hivatkozni), a másik pedig az, hogy rövid idő alatt sokan elkezdik alkalmazni a részvényválasztási sémát, amivel tönkreteszik azok szórakozását, akik először felfedezték azt. (Figyeljük meg, hogy „zavarba ejtő élményünkre” utalva Graham - mint mindig - őszintén beismeri saját tévedését is.) Lásd Jason Zweig, „Murphy Was an Investor” *Money*, 2002. július, 61-62. oldal, és Jason Zweig, „New Year’s Play” *Money*, 2000. december, 89-90. oldal.

a Wall Streetre és a filozófiára egyaránt érvényes: „De minden, ami kiváló, éppoly nehéz, mint amilyen ritka.”*

A befektető' portfóliójának piaci ingadozásai

Minden részvényt birtokló befektető számíthat arra, hogy papírjainak értéke az évek során ingadozni fog. A DJIA-nek könyvünk előző, 1964-es kiadása óta bekövetkezett változásai kiválóan tükrözik, hogy mi történhetett az óvatos, ebből kifolyólag kizárólag nagy, jól ismert és konzervatíván finanszírozott vállalatok papírjait vásárló befektető részvényportfóliójával. Az index értéke a 890 pontos átlagos szintről 1966-ra 995 pontos csúcsra emelkedett (majd 1968-ban ismét ennek közelébe, 985 pontig jutott), 1970-ben 631 pontig esett, ahonnan 1971 elejére szinte teljesen visszaküzdötte magát (egészen pontosan 940 pontig). (Mivel az egyes értékpapírok különböző időpontokban érték el maximum- és minimumértékeiket, a Dow Jones index egésze kisebb mértékben ingadozott, mint az öt alkotó papírok árfolyama.) Más típusú diverzifikált és konzervatív részvényportfóliók árfolyam-ingadozásait is figyelemmel kísérve azt állapíthatjuk meg, hogy az átfogó eredmények nagy valószínűséggel nem nagyon térnek el a fentiekől. Általánosságban elmondható, hogy a második vonalbeli vállalatok" részvényei nagyobb mértékben ingadoznak, mint a nagyvállalatokéi, ám ez nem szükségszerűen jelenti azt, hogy kisebb vállalatok megfelelően összeállított csoportja gyengébb eredményt fog felmutatni egy viszonylag hosszú időszak alatt. Bármelyik esetben jobb, ha a befektető előre felkészül annak a fejleménynek nem pusztán az eshetőségére, hanem a valószínűségére, hogy a következő öt év során a tulajdonában lévő részvények többsége legalább 50 százalékot fog emelkedni a legalacsonyabb, illetve ugyanennek megfelelően legalább 33 százalékot fog esni a legmagasabb értékéről.”*

Egy komoly befektető valószínűleg nem fogja azt hinni, hogy a részvényt piac napi vagy akár havi ingadozásai gazdagabbá vagy szegényebbé tehetik. Ám mi a helyzet a hosszabb távú és nagyobb mértékű változásokkal? Itt számos gyakorlati kérdés merül fel, és a pszichológiai problémák is minden bizonnyal felerősödnek. A jelentős piaci emelkedés egyszerre adhat okot elégedettségre és óvatos aggodalomra,

* Endreffy Zoltán fordítása.

** A Graham által „második vonalbeli vállalatnak” nevezett társaság mai megfelelője a Standard & Poor's 500-as részvényindexen kívüli több ezer vállalat. Az S&P index 500 vállalatának folyamatosan frissített listáját a www.standardandpoors.com oldalon találjuk.

*** Gondoljunk végig alaposan, mire figyelmeztet itt Graham. Nemcsak lehetséges, hanem valószínű, hogy a legtöbb részvényünk a legalacsonyabb árához képest legalább 50 százalékkal emelkedik, legmagasabb árához viszonyítva pedig legalább 33 százalékot esik majd - függetlenül attól, hogy milyen részvényeink vannak, illetve merre tart a piac egésze. Ha ezzel a ténnyel nem vagyunk hajlandók együtt élni - vagy azt gondoljuk, hogy portfóliónk valamilyen varázslat folytán kivételt képez ez alól -, akkor még csak befektetőnek sem nevezhetjük magunkat. (Graham azért hivatkozik az „ugyanennek megfelelő 33 százalékos esésre”, mert az 50 százalékos emelkedés 15 dollárra növeli a 10 dolláros papírárát. Erről a 15 dollárról 33 százalékos [5 dolláros] veszteséggel jutunk vissza a kiinduló 10 dollárhoz.)

A befektető és a piaci ingadozások

ugyanakkor meggondolatlanságra is csábíthat bennünket. Részvényeink árfolyama nőtt, remek! Gazdagabbak vagyunk, mint voltunk, nagyon jó! Am lehet, hogy az árfolyam *túl* magasra emelkedett, és az eladáson kellene gondolkodnunk? Vagy azért kellene hibáztatni magunkat, hogy miért nem vettünk még több részvényt, amikor az árfolyam alacsonyabb volt? Vagy - ami a legrosszabb - hagyjuk, hogy elkapjon a bika piac hangulata, megfertőzzön a nagyközönség lelkesedése, túlzott bizalma és kapzsisága (hiszen mi magunk is közéjük tartozunk), és még nagyobb és veszélyes pozíciókat nyissunk? Így, ha egy könyvben olvassuk, nyilvánvalóan *nem* a válasz erre az utolsó kérdésre, ám még az intelligens befektetőnek is komoly akaraterőre lehet szüksége, hogy ne kövesse a tömeget.

Nem is annyira a pénzügyi nyereség vagy veszteség számításából, mint inkább az emberi természetből adódik, hogy valamilyen mechanikus módszert preferálnánk a befektető portfóliójában lévő kötvények és részvények részarányának meghatározására. Ennek legfőbb előnye talán abban rejlik, hogy egy ilyen képlet mellett a befektetőnek legalább *lesz tennivalója*. Ahogy a piac egyre magasabb szintekre emelkedik, időről időre elad a részvényeiből, és kötvényekbe fekteti az így befolyt pénzt; csökkenő piac esetén fordítva zajlik a folyamat. Ezzel legalább részben levezetheti a felgyülemlett fölös energiáit. A megfelelő típusú befektetőt az a gondolat is elégedettséggel tölti el, hogy tranzakcióival pontosan szembe-megy a tömeggel."

Vállalatértékelés kontra részvénytőzsi értékelés

A piaci ingadozásoknak a befektető tényleges helyzetére gyakorolt hatását a különböző vállalatok résztulajdonosa szerepében tetszelgő részvényes szempontjából is érdemes megvizsgálni. A piacképes részvények tulajdonosának tulajdonképpen kettős a pozíciója, és ezzel olyan kedvező helyzetbe került, hogy tetszés szerint eldöntheti, melyiknek az előnyét kívánja kihasználni. Helyzete egyrészt a magánvállalkozások kisebbségi tulajdonosainak vagy csendestársainak pozíciójának megfelelő. E szerepében elért eredményei teljes mértékben a vállalat nyereségétől vagy eszközei mögöttes értékének változásaitól függenek. Egy ilyen magánvállalkozásban meglévő érdekelttség értékét általában úgy határozza meg a befektető, hogy kiszámolja a legutolsó mérleg által kimutatott nettó vagyon rá eső részét. Másrészt viszont egy darab papírt, egy materializált részvényt tart a kezében, amelyet - a piaci kereskedési időn belül - percek alatt eladhat egy pillanatról pillanatra változó, és jellemzően a mérlegben kimutatott értéktől lényegesen eltérő árfolyamon."

* Napjaink befektetője számára az átsúlyozás az ideális stratégia e „képlet” alkalmazására. Az átsúlyozást a 86-87. oldalon ismertettük.

" A vállalatok többsége ma már csak külön kérésre állítja ki a „materializált részvényt”. A részvények többnyire csak elektronikus formában léteznek (igen hasonlóan ahhoz, ahogy bankszámlánk is csak elektronikus formában tartalmazza a terheléseket és jóváírásokat, tényleges pénz nem található rajta), és így még könnyebben kereskedhetünk velük, mint Graham korában.

A részvénytőke piac előző évtizedekben megfigyelhető fejleményei azt eredményezték, hogy a tipikus befektető sokkal inkább függ az árfolyam alakulásától, és a korábbiaknál kevésbé élheti bele magát az egyszerű vállalatulajdonos szerepébe. Ez azért van így, mert a sikeres nagyvállalatok, amelyekben befektetéseit nagy valószínűséggel koncentrálja, szinte folyamatosan a nettó eszközértéküket (vagyis könyv szerinti értéküket) jelentősen meghaladó árfolyamon forognak. A befektető e piaci prémium megfizetésével drága zálogot ad a boldog jövőért, hiszen a részvénytőkepiactól kénytelen függeni, hogy az majd igazolja az adott vállalat iránti elkötelezettségét.¹

Napjainkban ez elsődleges fontosságú befektetési tényező, amely a megérdemelnél kevesebb figyelmet kap. A részvénytőkepiaci árfolyamjegyzés logikájába komoly ellentmondás épült be. Minél jobb eredményekről számol be egy vállalat, és minél jobbak a kilátásai, annál gyengébb lesz a kapcsolat részvényeinek árfolyama és a könyv szerinti értéke között. Am minél nagyobb prémiummal forognak a papírok a könyv szerinti érték felett, annál bizonytalanabb lesz a vállalat belső értékének meghatározása - ez az „érték” nagyobb mértékben fog függeni a részvénytőkepiac változó hangulatától és értékeléseitől. Ezzel eljutunk a végső paradoxonhoz, amely szerint minél sikeresebb egy vállalat, annál nagyobb árfolyam-ingadozások valószínűsíthetők a részvényeiben. Ez valójában pontosan azt jelenti, hogy minél jobb a részvény minősége, valószínűleg annál *spekulatívabb* - legalábbis a figyelem középpontján kívül eső, közepes besorolású papírokhoz képest." (Az itt elmondottak a vezető növekedési vállalatok és a stabil, meghatározó nagyvállalatok összehasonlítására érvényesek; itt és most nem foglalkozunk azokkal a papírokkal, amelyek azért rendkívül spekulatívok, mert a mögöttük álló vállalkozások is azok.)

A fenti gondolatmenet magyarázatot ad a legsikeresebb és a leglenyűgözőbb teljesítményt nyújtó nagyvállalatok gyakran szeszélyes árfolyammozgásaira. Kedvenc példánk a nagyvállalatok királya, az International Business Machines (IBM). Részvényeinek árfolyama 1962-63-ban, mindössze hét hónap alatt 607 dollárról 300-ra esett; két részvényfelosztást követően 1970-ben 387 dollárról 219-ig

* A nettó eszközérték és a könyvszerinti érték mind a nettó vagyon fogaimának szinonimái. A nettó vagyon a vállalat fizikai és pénzügyi eszközei összegének a kötelezettségekkel csökkentett értéke. A vállalat éves vagy negyedéves pénzügyi beszámolóiban szereplő mérleg adataiból számítható ki oly módon, hogy a vállalkozás saját tőkéjéből kivonjuk az olyan „nem kézzelfogható” eszközök értékét, mint a goodwill, a márkanév és más immateriális javak. Az így kapott értéket osszuk el a vállalat forgalomban lévő részvényeinek számával, s így kapjuk meg az egy részvényre jutó könyv szerinti értéket.

** Graham minden bizonnyal azért használja itt a „paradoxon” szót, hogy Dávid Durand klasszikus cikkére utaljon: „Growth Stocks and the Petersburg Paradox” *The Journal of Finance*, vol. XII, no. 3, 1957. szeptember, 348-363 oldal. Durand írásában ahhoz hasonlítja a magas árfolyamú részvényekbe való befektetést, mintha olyan fej vagy írás játékra fogadnánk, amelyben a kifizetés minden feldobással nő. Durand rámutat arra, hogy amennyiben a növekedési részvény végtelen időintervallumon keresztül nagy ütemben növekedne, akkora befektető (elméletben) akár végtelen árat is hajlandó lenne fizetni ezért a papírért. Miért nem forog akkor egyetlen részvény sem végtelen áron? Azért, mert minél magasabb a vélt jövőbeli növekedési ütem, és minél hosszabb a növekedés várt időtartama, annál nagyobb a hibahatár, és annál költségesebbé tud válni egy apró számítási hiba is. Graham a 4. függelékben tovább foglalkozik ezzel a problémával (470. oldal).

Az A. & P. esete

Ezen a ponton eljött az ideje, hogy bemutassuk egyik eredeti példánkat, amely ugyan sok évvel korábbról származik, ám a mai napig még mindig rendkívüli mértékben lenyűgöz bennünket, mert az üzleti élet és a befektetések számtalan aspektusát ötvözi. Szereplője a Great Atlantic & Pacific Tea Co. Nézzük a történetet:

Az A. & P. részvényeit 1929-ben vezették be a „Curb” piacra (amelynek mai neve American Stock Exchange, az Amerikai Értéktőzsde), ahol a papírok 494 dolláros árfolyamcsúcsot értek el. 1932-re az árfolyam annak ellenére 104 dollárra zuhant, hogy a vállalat nyeresége abban az általánosan katasztrofális évben közel akkora volt, mint azt megelőzően. 1936-ban az árfolyam a 111 és 131 dollár közötti sávban mozgott. Majd az 1938-as üzleti recesszió és medve piac idején a részvények történelmi mélypontra, 36 dollárra estek.

Ez rendkívül alacsony ár volt. Azt jelentette, hogy az elsőbbségi és a törzsrészvények együttesen 126 millió dollárt értek, miközben a társaság jelentése alapján 85 millió dollár készpénzzel és 134 millió dollár forgótőkével (nettó forgóeszközzel) rendelkezett. Az A. & P. Amerika - vagy talán az egész világ - legnagyobb kiskereskedelmi vállalata volt, amely hosszú éveken keresztül meggyőző mértékű nyereséget ért el. Ennek ellenére 1938-ban ezt a kiváló vállalatot a Wall Street kevesebbre értékelte, mint amennyit a forgóeszközei értek - vagyis működő vállalatként kevesebbre tartotta, mintha felszámolták volna. Miért? Egyrészt fennállt a veszélye annak, hogy különleges adót vetnek ki az áruházláncokra, másodrészt a vállalat előző évi adózott nyeresége visszaesett, harmadrészt pedig a piaci egész is nyomott volt. Az első ok túlzott és utólag alaptalannak bizonyuló félelem volt, a másik kettő pedig az átmeneti hatások tipikus példái közé tartoznak.

Tegyük fel, hogy a befektető 1937-ben vásárolt A. & P. törzsrészvényt az előző öt év átlagos nyereségének tizenkétszeres értékén, vagyis körülbelül 80 dolláros áron. Túlzás lenne azt állítani, hogy az ezt követő, 36 dollárig tartó árfolyamesés egyáltalán nem érintette meg. Nagyon helyesen azt a tanácsot kapta, hogy alaposan vizsgálja meg a helyzetet, hogy kiderüljön, nem követett-e el valamilyen számítási hibát. Amennyiben vizsgálódásainak eredménye megnyugtató - márpedig miért ne lenne az - akkor bátran tekintse az árfolyamesést átmeneti piaci szeszélynek. Kivéve persze, ha rendelkezik némi tőkével és bátorsággal ahhoz, hogy további részvényeket vásárolva kiaknázza az alkalmi vétel lehetőségét.

A folytatás és az észrevételek

A következő évben, azaz 1939-ben az A. & P. részvényei 117,5 dollárig emelkedtek, ami háromszorosa az 1938-as minimumárnak és jóval az 1937-es átlagár felett helyezkedik el. Efféle éles fordulat egyáltalán nem szokatlan a részvényárfolyamok alakulásában, ám az A. & P. esetében a szokottnál szembetűnőbb volt. Az 1949-et követő években az áruházlánc részvényei a piac egészével összhangban emelkedtek, mígnem az 10:1 arányban felaprózott részvények 1961-ben 70,5 dolláron

A befektető és a piaci ingadozások

történelmi csúcstól érték el (az 1938-as részvényeket tekintve ez 705 dolláros árfolyamnak felelt meg).

A 70,5 dolláros ár azért igazán figyelemreméltó, mert a harmincszorosa volt az 1961-es egy részvényre jutó nyereségnek. Egy ilyen árfolyam/nyereség arányból - amely a DJIA index egészére nézve csupán 23 volt ugyanebben az évben - arra kell következtetnünk, hogy a piac a vállalat eredményeinek látványos növekedésére számított. A vállalat előző évekbeli nyeresége nem igazolta ezt az optimizmust, amely utóbb valóban tévesnek is bizonyult. A gyors gyarapodás helyett az elkövetkező időszakban általában lefelé vezetett a nyereség útja. A 70,5 dolláros csúcstól beállítása utáni évben az árfolyam kevesebb mint a felére, 34 dollárra esett. Ám szemben az 1938-ban, az arányaiban hasonlóan alacsony árfolyam esetében tapasztaltakkal, ez alkalommal a papírok nem hordozták magukban az alkalmi vételek jellegzetességeit. További ingadozások után újabb mélypontokra, 1970-ben 21,5 dollárra, majd 1972-ben 18 dollárra esett az ár - miután a vállalat történelme során először *veszteséges* negyedévet jelentett.

A történetből jól látható, hogy milyen viszontagságokon mehet keresztül egy jelentős amerikai nagyvállalat alig több mint egy generáció alatt, illetve az is, hogy miúgy számolási hibákkal - olykor túlzott optimizmussal, máskor túlzott pesszimizmussal - értékelte a nagyközönség a papírjait. 1938-ban szinte ajándékba adták a vállalatot, mégsem kellett senkinek sem; 1961-ben nevetségesen magas áron szinte egymást letaposva rohantak a papírért. Ezt követően a vállalat piaci értéke gyorsan a felére zuhant, néhány évvel később pedig további jelentős esés következett be. Időközben a cég elveszítette kiváló jövedelmezőképességét, és a középszerűk közé süllyedt; 1968-ban, a fellendülés évében kevesebb nyereséget ért el, mint 1958-ban; kis összegű osztalékrészvények zavarba ejtő sorozatát bocsátotta ki, amelyet nem indokolt a saját tőke adott évi növekménye; és így tovább. Az A. & P. nagyobb vállalat volt 1961-ben és 1972-ben, mint 1938-ban, viszont kevésbé jól irányított, továbbá nem annyira jövedelmező és vonzó."

A történetnek két fő tanulsága van. Az első, hogy a részvénytőzsdén gyakran nagyot téved, és a felkészült és bátor befektető esetenként profitálhat a nyilvánvaló tévedéseiből. A másik, hogy a legtöbb vállalat karaktere és minősége az évek során változik, alkalmanként a javukra, ám gyakrabban a kárjukra. A befektetőnek nem szükséges állandóan súlyosmódszemként őrködni a vállalat teljesítménye fölött, ám érdemes időről időre alaposan szemügyre vennie azt.

Térjünk vissza a piacképes értékpapírok tulajdonosa és a magánvállalkozásban érdekelt személy összehasonlításához. Azt mondtuk, hogy az előbbi *eldöntheti*, hogy pusztán résztulajdonosnak tekinti-e magát azokban a vállalkozásokban, amelyekbe befektetett, vagy olyan részvények tulajdonosának, amelyek a piacon jegyzett árfolyamukon bármikor értékesíthetők.

* Az A.&P. közelmúltbeli történelme is hasonlóan fest. Az 1999-es évvégén 27,875 dollár volt a részvényárfolyam; 2000 végén 7,00; egy évvel később 23,78; 2002 végén pedig 8,06. Ugyan később bizonyos számviteli szabálytalanságokra derült fény az A.&P.-nél, teljesen logikátlan azt hinni, hogy egy ilyen viszonylag stabil vállalat értéke egyetlen év alatt; háromnegyedével csökkenhet, a következő évben megháromszorozódhat, majd rá a következő évben kétharmadával eshet.

Ám ne feledjük az alábbi fontos tényt: a valódi befektető szinte soha nincsen *arre kényszerítve, hogy eladja* részvényeit, máskor pedig nyugodtan dönthet úgy, hogy figyelmen kívül hagyja az éppen aktuális árfolyamot. Csak és kizárólag olyan mértékben kell figyelemmel követnie az árfolyamot, hogy kellően indokolt árszinten eladhassa a papírt. Így a befektető, aki hagyja, hogy a birtokában lévő részvények indokolatlan áresései miatt alaptalanul aggódjon, visszas módon hátránnyá fordítja alapvető előnyét. Az ilyen jobban járna, ha részvényeinek egyáltalán nem lenne árfolyamjegyzése, mert akkor megkímélné magát a lelki fájdalomtól, amit *más emberek* értékelési tévedései okoznak.¹

Mellesleg ilyenfajta helyzet valóban előfordult az 1931-1933-as válság sötét napjaiban. Akkoriban pszichológiai előnyt jelentett olyan vállalkozás tulajdonosának lenni, amelynek nem létezett nyilvános piaca. Akik például olyan első jelzálogfedezettel biztosított befektetéseket birtokoltak, amelyek után az adósok továbbra is fizették a kamatot, elmondhatták magukról, hogy befektetéseik teljes értéküket megőrizték, hiszen nem létezett piaci árfolyamjegyzésük, amely ennek ellentmondhatott volna. Ugyanakkor számtalan tőzsdén forgalmazott vállalati kötvény piaci árfolyama jelentős mértékben csökkent, hiába volt a papír magasabb minőségű, és hiába állt mögötte nagyobb üzleti erő. E kötvények tulajdonosaiban az a hit alakult ki, hogy egyértelműen szegényebbek lettek. A valóságban a tőzsdén jegyzett értékpapírok tulajdonosai befektetéseik alacsonyabb árfolyama ellenére sokkal jobb helyzetben voltak, hiszen ha akarták volna, vagy arra kényszerültek volna, hogy eladják papírjaikat, bármikor megtehették volna - például azért, hogy még jobb vételekre cseréljék azokat. Ugyanígy az is logikus lett volna részükről, ha a piac alakulását átmenetinek és alapjaiban értelmetlennek tekintve figyelmen kívül hagyják azt. Ám önámítás azt bemagyarázni saját magunknak, hogy *pusztán azért*, mert értékpapírjainknak nincsen jegyzett piaci ára, semmilyen veszteséget nem szenvedünk el.

Visszatérve 1938-ba és A. & P.-részvényesünkhöz, kijelenthetjük, hogy amennyiben megtartotta papírjait, semmilyen veszteséget nem okozott neki az árfolyamesés, feltéve, hogy saját megítélése alapján nem a vállalat belső értékének csökkenése volt az árfolyamesés oka. Amennyiben ilyen csökkenés nem következett be, jogosan számíthatott arra, hogy az árfolyam belátható időn belül visszatér az 1937-es szintre, vagy akár meg is haladja azt - ahogy ez a következő évben be is következett. Ilyen szempontból legalább ugyanolyan jó helyzetben volt, mintha olyan magánvállalkozásban lett volna érdekeltsege, amely részvényeinek nincsen jegyzett árfolyama. Hiszen abban az esetben is gondolatban igazoltnak vagy nem igazoltnak érezhette volna vagyona egy részének elvesztését - attól függően, hogy mi történt vállalatával az 1938-as recesszióban.

A részvénybefektetés értékalapú megközelítésének kritikusai azzal érvelnek, hogy a tőzsdén jegyzett részvényeket nem lehet ugyanúgy értékelni, mint egy hasonló

* Könnyen lehet, hogy ez a legfontosabb bekezdés Graham egész könyvében. Ebben a 92 szóban az író egész élettapasztalatát összefoglalja. Nem lehet elégszer elolvasni ezeket a sorokat, amelyek a legjobb ellenszert írják le medve piacok idejére. Ha kezünk ügyében tartjuk ezeket a mondatokat, és hagyjuk, hogy végigvezessenek befektetői pályánkon, akkor bármit hozzanak is a piacok, túl fogjuk élni.

magánvállalkozásban meglévő érdekeltséget, mert a szabályozott értékpapírpiacon megléte „a likviditás új és rendkívül fontos jellemzőjével ruházza fel a részvénybirtoklást”. Ám ez a likviditás valójában azt jelenti, hogy a befektető egyrészt profitál vagyონrészének naponta változó részvénypiaci értékeléséből, *bármit mutasson is ez az értékelés*, és a befektető a piac aznapi árfolyamán tudja növelni vagy csökkenteni befektetését - *ha éppen úgy dönt*. Ily módon a jegyzett piac *olyan lehetőséget* ad a befektetőnek, amelyek tőzsdén nem forgalmazott értékpapír esetében nem érhetők el számára. Ugyanakkor azonban az aktuális árfolyam nem kell, hogy befolyásolja az olyan befektetőt, aki inkább más információk alapján kívánja meghatározni befektetése értékét.

Engedje meg az olvasó, hogy példabeszédhez hasonló gondolatokkal zárjuk ezt a részt. Képzeljük el, hogy szerény részesedésünk van egy magánvállalkozásban, amely 1000 dollárunkba került. Egyik üzlettársunk, akit Piac úrnak neveznek, rendkívül előzékeny. Mindennap közli velünk, hogy szerinte mennyit ér az érdekeltségünk, ráadásul felajánlja, hogy ezen az áron megvásárolja azt, vagy - ha nekünk inkább úgy tetszik - további részesedést ad el számunkra. Előfordul, hogy az értékről alkotott véleménye az általunk ismert üzleti fejlemények és kilátások alapján hihetőnek és indokolhatónak tűnik. Piac úr azonban gyakran hagyja, hogy lelkesedése vagy félelmei vezessék, és így az általa javasolt érték esetenként ostobaságnak is tűnhet a szemünkben.

Amennyiben óvatos befektetők vagy józan üzletemberek vagyunk, vajon hagyni fogjuk, hogy Piac úr napi közlései befolyásolják saját véleményünket a vállalatban lévő 1000 dolláros részesedésünk értékéről? Csak abban az esetben, ha egyetértünk vagy üzletet kívánunk kötni vele. Boldogan eladunk neki, amikor neveltségesen magas árat mond, és ugyanilyen örömmel vásárolunk, ha alacsony az ára. Ám az idő többi részében bölcsebben tesszük, ha a vállalat működését és pénzügyi helyzetét bemutató jelentések alapján saját véleményét alakítunk ki vagyónrészünk értékéről.

Az igazi befektető pontosan ebben a helyzetben van, amikor tőzsdén jegyzett részvényt birtokol. Saját megítélése vagy hajlandósága alapján profitálhat a napi piaci árból, vagy éppen figyelmen kívül hagyhatja azt. Tisztában kell lennie a fontos árfolyammozgásokkal, különben nem lesz, ami alapján ítéletet hozhat. Figyelmeztető jelet kaphat tőlük, amivel jól teszi, ha törődik - egyszerűen fogalmazva ez annyit tesz, hogy eladja részvényeit, *mert* az árfolyam lement, s megelőzi ezzel a további veszteségeket. Meglátásunk szerint azonban az ilyen jelek legalább olyan gyakran félrevezetőek, mint amennyi segítséget adnak. Az árfolyam-ingadozások alapvetően egyetlen dolog miatt igazán fontosak az igazi befektetőnek. Lehetőséget biztosítanak számára, hogy komoly árfolyamesés esetén bölcsen vásároljon, majd jelentős árfolyam-emelkedést követően hasonlóan bölcs módon eladjon. Minden más esetben jobban teszi, ha megfigyeli a részvénypiacról, és figyelmét az osztalékhozamra, illetve vállalatának működési eredményeire összpontosítja.

Összefoglalás

A befektető és a spekuláns közötti leginkább kézzelfogható különbség a részvénytársasági mozgásokkal szembeni hozzáállásukban rejlik. A spekuláns számára elsődleges fontosságú a piaci árfolyam-ingadozások előrejelzése és kiaknázása. A befektető elsődleges érdeke, hogy megfelelő áron szerezzék be a megfelelő értékpapírokat, majd tartsa azokat. A piaci mozgások gyakorlati fontossággal bírnak számára, mert váltakozva teremtenek alacsony árfolyamszinteket, amelyek mellett okosan teszi, ha vásárol, illetve magas árfolyamokat, amelyek esetében egyértelműen tartózkodnia kell a vásárlástól, sőt valószínűleg akkor jár el bölcsen, ha elad.

Egyáltalán nem biztos, hogy a tipikus befektetőnek az alacsony piaci árfolyamok kialakulásáig tartózkodnia kell a vásárlástól, mert ez könnyen igen hosszú vára-kozással, nagy valószínűséggel lehetséges jövedelmek elvesztésével és befektetési lehetőségek elmulasztásával járhat. Összességében kedvezőbb lehet a befektető számára, ha minden olyan alkalommal részvényt vásárol, amikor részvény-befektetésre fordítható pénzüsszeggel rendelkezik, *kivéve*, amikor az általános piaci árszint az értékelés elfogadott módszerei által indokoltnál jóval magasabb. Ha szeretne okosan eljárni, az egyedi részvények között kereshet alkalmi vételi lehetőségeket, hiszen ezek bármilyen piaci árszint mellett jelen lehetnek.

Amellett, hogy előre jelzi az általános piaci mozgásokat, a Wall Street hatalmas energiákat és szellemi erőfeszítéseket fordít olyan részvények vagy iparágak kiválasztására is, amelyek az árfolyam tekintetében a közeljövőben a többi vállalatnál „jobban fognak teljesíteni”. Bármennyire jogosnak is tűnhet ezen igyekezet, nem hisszük azt, hogy megfelelne a valódi befektető igényeinek és vérmérsékletének - különösképpen azért nem, mert sok ezer részvénytársasági kereskedővel és első osztályú pénzügyi elemzővel kellene versenyeznie, akik mind ugyanezzel próbálkoznak. Mint minden más olyan tevékenység esetében, amely elsődlegesen az árfolyammozgások fontosságát hangsúlyozza, és csak másodsorban foglalkozik a papírok mögött álló vállalat belső értékével, az erre a területre összpontosító oly sok intelligens elme erőfeszítéseiről az évek során kiderül, hogy saját maguk ellen dolgoznak, és saját munkájukat teszik semmissé.

A stabil részvényekből álló portfolióval rendelkező befektetőnek számíthatnia kell arra, hogy az árfolyamok ingadozni fognak, és sem a jelentős piaci árfolyam-esések nem szabad, hogy aggasszák, sem a hasonló mértékű emelkedések nem szabad, hogy izgalomba hozzák. Egyetlen pillanatra sem feledkezhet meg arról, hogy az árfolyamjegyzés az ő javát szolgálja, amit tetszés szerint kihasználhat, vagy éppen figyelmen kívül hagyhat. Soha ne vásároljon részvényt azért, mert az árfolyama felment, és soha ne adjon el azért, mert az árfolyam leesett. Nagyon jól teszi, ha alaposan elméjébe vési az alábbi szabályt: „Soha ne vegyél részvényt közvetlenül egy nagy árfolyam-emelkedés után, és soha ne adjál el rögtön egy jelentős esést követően.”

Plusz egy szempont

Szólnunk kell még az átlagos piaci ár azon szerepéről, amelyet a vállalatvezetés kompetenciájának megítélésében játszik. A részvényes az alapján ítéli meg, hogy saját befektetése sikeres volt-e, hogy mekkora osztalékot kap, és hosszú távon hogyan alakul az átlagos piaci árfolyam. Logikus, ha ugyanilyen szempontok alapján alkotunk véleményt a vállalat vezetőségének eredményességéről, illetve a vállalat tulajdonosaihoz való attitűdjük helyességéről.

E kijelentésünk magától értetődőnek tűnhet, mégis fontos hangsúlyozni. Ennek oka, hogy egyelőre nincsen olyan elfogadott módszer vagy megközelítés, amely alapján a befektető piaci ítéletet alkothat a menedzsment tevékenységéről. Éppen ellenkezőleg, a vállalatvezetők folyamatosan azt hangoztatják, hogy *semmilyen jellegű* felelősségük nincsen a tekintetben, hogy mi történik a részvények piaci értékével (azaz árfolyamával). Természetesen való igaz, hogy nem felelnek az árfolyam olyan *ingadozásaiért*, amelyek - miként hangsúlyoztuk - semmilyen kapcsolatban nem állnak a mögöttes körülményekkel és értékekkel. Ám az, hogy ez a felelősségelhárítás a piaci árfolyam bármilyen mozgására, így a tartósan nyomott és ki nem elégítő árfolyamszintre is kiterjed, pusztán az egyszerű részvényesek elővigyázatosságának és intelligenciájának a teljes hiányát jelzi. A jó vállalatvezetés magas, a rossz pedig alacsony piaci átlagát eredményez.*

Kötvényárfolyamok ingadozásai

A befektetőnek tisztában kell lennie azzal, hogy a kamatlábak változására reagálva a hosszú lejáratú kötvények piaci árfolyama még abban az esetben is széles sávban ingadozhat, ha a befektető tőkéjének és kamatainak a biztonsága megkérdőjelezhetetlen. A 8.1. táblázat 1902-ig visszamenően tartalmaz adatokat a kiváló minőségű vállalati és adómentes önkormányzati kötvények hozamaira vonatkozóan. Szemléltetés gyanánt ugyanezen időszak két reprezentatív vasúttársasági kötvényének árfolyam-ingadozásait is közöljük. (Ezek: az Atchison, Topeka&Santa Fe 4 százalékos névleges kamatozású, 1995-ös lejáratú általános jelzálogkötvénye, amely generációkon keresztül az egyik első számú, nem visszahívható kötvénynek minősült Amerika-szerte, illetve a Northern Pacific Ry. 3 százalékos, 2047-es lejáratú - vagyis kibocsátásakor 150 éves futamidejű - kötvénye, amely már hosszú ideje a Baa besorolású kötvények tipikus példája.)

A közöttük fennálló fordított kapcsolat miatt az alacsony hozamok magas árfolyamot eredményeznek, és fordítva. A Northern Pacific-kötvény árfolyamának az 1940-es években bekövetkezett esése elsődlegesen a papír biztonságával kapcsolatos kételyeket tükrözte. Rendkívüli módon az árfolyam az elkövetkező néhány év során történelmi csúcsra emelkedett, majd ismét elvesztette értékének kétharmadát, ez alkalommal azonban főként az általános kamatszint-emelkedés

* Grahamnek sokkal több megállapítása van a ma „vállalatirányításnak” nevezett témáról. Lásd a 19. fejezethez írt *kommentárt*.

okán. Az elmúlt ötven év során még a legmagasabb besorolású kötvények árfolyamában is elképesztő ingadozások mentek végbe.

Érdeemes megemlíteni, hogy a kötvényárfolyamok nem ugyanolyan (fordított) arányban ingadoznak, mint számított hozamaik, mert 100%-on rögzített lejáratú értékük mérsékli a hozamváltozás hatását. A nagyon hosszú lejáratú papírok esetében azonban, mint amilyen a példánkban szereplő Northern Pacific is, az árfolyam és a hozam közel hasonló arányban változnak.

1964 óta *mindkét irányban* rekordnagyságú mozgások voltak megfigyelhetők a kiváló minősítésű kötvények piacán. Vegyük például a „kiváló önkormányzati kötvényeket” (amelyek adómentesek): hozamuk az 1965. januári 3,2 százalékról az 1970 júniusában megfigyelhető 7 százaléknál több mint a kétszeresére nőtt. Árfolyamindexük ennek megfelelően 110,8 százalékról 67,5-re esett. 1970 közepén a kiváló minősítésű, hosszú lejáratú kötvények hozama magasabb volt, mint *Amerika közel 200 éves gazdasági történelme során korábban bármikor*.^{*} Huszonöt évvel korábban, közvetlenül a hosszú bika piac kezdete előtt, a kötvényhozamok történelmi *mélypontra* voltak; a korábban „szokásosnak” tekintett 4,5-5 százalékkal szemben a hosszú lejáratú önkormányzati kötvények mindössze 1, a vállalati kötvények pedig 2,4 százalékat hoztak. Mi, akik hosszú Wall Street-i tapasztalattal rendelkezünk, többször láttuk már a részvénypiacon megvalósulni Newton hatás-ellenhatás törvényét-amelynek legnevezetesebb példája a DJIA emelkedése az 1921-es 64 pontról az 1929-es 381 pontra, majd az azt követő, rekordméretű visszaesése (az 1932-es 41 pontra). Ám ez alkalommal a legszélesebb ingamozgás a kiváló minősítésű kötvények általában megfontoltan és lassan mozgó árfolyamában és hozamában következett be. Tanulság: ha valami fontos a Wall Streeten, akkor nem számíthatunk arra, hogy pontosan ugyanúgy fog megtörténni, ahogy korábban. Ez egybecseng kedvenc mondásunk első felével: „*Minél inkább változik, annál inkább ugyanaz marad.*”

Ha gyakorlatilag lehetetlen figyelemre érdemes előrejelzéseket készíteni a részvények árfolyammozgásairól, akkor ugyanez a kötvények esetében is teljes lehetetlenség. A régi időkben legalább gyakran lehetett a bika vagy medve piacok végére utaló hasznos jeleket találni, ha a kötvények korábbi mozgását vizsgáltuk, ám a kamatlábak és a kötvényárfolyamok közelgő változására utaló hasonló jelek soha nem léteztek. Így a befektetőnek főként saját személyes preferenciái alapján kell választania a hosszú és a rövid lejáratú kötvénybefektetések között. Ha biztos akar lenni abban, hogy papírjai piaci árfolyama nem csökken, a legjobb választást minden bizonnyal az E vagy H sorozatú amerikai takarékkötvények

* Annak alapján, amit Graham az „ellentétek szabályának” nevez, 2002-ben a hosszú lejáratú amerikai államkötvények hozama az 1963 óta *legalacsonyabb* szintre esett. Mivel a kötvényhozamok az árfolyammal ellentétes irányba mozognak, ezek az alacsony hozamok az árfolyamok emelkedését jelentették-a befektetők pedig pontosan akkor vásárolták mohón a kötvényeket, amikor azok a legdrágábbak, jövőbeli hozamuk pedig szinte garantáltan a legalacsonyabb volt. Újabb bizonyosága ez Graham azon tanításának, amely szerint az intelligens befektetőnek kerülnie kell a piaci ingadozások alapján hozott döntéseket.

** A 4. fejezethez írt *kommentárban* található a mai olvasónak szóló aktualizált elemzés, amely a jelenlegi hozamokat, valamint a napjainkban elérhető kötvényeket és kötvényalapokat mutatja be.

8.1. táblázat: Kötvényhozamok, illetve két reprezentatív kötvény árfolyamárúik ingadozásai, 1902-1970

	Kötvényhozamok (%)			Kötvényárak (\$)	
	S&P AAA Composite	S&P önkormányzati		A. T. & S. F. 4 százalékos, 1995	Nor. Pac. 3 százalékos 2047
1902 min.	4,31	3,11	1905 max.	105,5	79
1920 max.	6,40	5,28	1920 min.	69	49,5
1928 min.	4,53	3,90	1930 max.	105	73
1932 max.	5,52	5,27	1932 min.	75	46,75
1946 min.	2,44	1,45	1936 max.	117,25	85,25
1970 max.	8,44	7,06	1939-40 min.	99,5	31,5
1971 záró	7,14	5,35	1946 max.	141	94,75
			1970 min.	51	32,75
			1971 záró	64	37,25

jelentik, amelyeket korábban, a 76-77. oldalon már bemutattunk. Mindkét papír 5 százalékos hozamot fizet (az első év után); az E sorozat 5 év 10 hónapig, a H sorozat pedig akár 10 évig teszi ezt úgy, hogy a bekerülési költségen vagy annál magasabb árfolyamon garantáltan visszaváltható.

Ha a befektető inkább a hosszú lejáratú, kiváló vállalati kötvények után jelenleg elérhető 7,5 százalékos vagy az adómentes önkormányzati papírok után járó 5,3 százalékos hozamra vágyik, készüljön fel kötvényei ingadozó árfolyamára. A bankok és a biztosítótársaságok rendelkeznek azzal a kiváltsággal, hogy az ilyen típusú, kiváló minőségű kötvényeket az „amortizált költség” alapján értékeljék, amely figyelmen kívül hagyja a piaci árfolyamokat; nem lenne rossz ötlet, ha az egyéni befektető is ehhez hasonlóan járna el.

Az átváltható kötvények és elsőbbségi részvények árfolyam-ingadozásait három tényező eredményezi: (1) a kapcsolódó törzsrészvény árfolyamának változásai, (2) a vállalat hitelminőségének a változásai és (3) az általános kamatszint változásai. Számos átváltható kötvényt messze a legjobb hitelminősítési szint alá tartozó társaságok bocsátottak ki.³ Ezek némelyikét súlyosan érintette a pénzügyi feltételek 1970-es szigorodása. Ennek eredményeként az átváltható kötvények egészét triplán negatív hatások érték az elmúlt években, és árfolyamváltozásaik szokatlanul nagymértékűek voltak. Éppen ezért az esetek többségében a befektető csak áltatná magát, ha az átváltható kötvényektől a kiváló minőségű kötvények biztonsága és árfolyamvédelme, illetve a törzsrészvények által kínált árfolyamemelkedés esélyének ideális kombinációját várná el.

Kiváló alkalom ez itt, hogy javaslatot tegyünk a „jövő hosszú lejáratú kötvényére”. Miért ne lehetne a kamatlábak változásának hatásait valamilyen gyakorlati és igazságos alapon megosztani a hitelező és a hitelfelvevő között? Az egyik lehetőség, hogy a hosszú lejáratú kötvényeket egy megfelelő indexszel együtt

Az intelligens befektető

mozgó kamatfizetésekkel bocsátják ki. Egy ilyen felállásnak a legfőbb előnyei: (1) a befektető kötvényének mindig 100 körül lenne a piaci értéke, amennyiben a vállalat megőrzi hitelminősítését, ám a kötvény után kapott kamat például a hagyományos új kibocsátású kötvények után fizetett kamatnak megfelelően változna; (2) a vállalat profitálna a hosszú lejáratú adósság előnyeiből - mentesülve a finanszírozás gyakori meghosszabbításának problémájától, valamint költségeitől -, a kamatköltsége viszont évről évre változna.⁴

A kötvénybefektetők egyre komolyabb dilemmával voltak kénytelen szembe-sülni az elmúlt évtizedben: válasszák a kötvény értékének teljes stabilitását, ám cserébe fogadják el a változó és jellemzően alacsony (rövid távú) kamatlábakat? Vagy válasszák a rögzített kamatjövedelmet, amely a kötvény értékének jelentős (és úgy tűnik, jellemzően lefelé irányuló) változásaival jár együtt? A legtöbb befektető számára megfelelő lenne a két szélsőséges lehetőség közötti kompromisszumos megoldás, amelyben garantálnák, hogy mondjuk egy 20 éves időszak alatt sem kamathozama, sem kötvényének értéke nem fog egy meghatározott minimum alá esni. Ez különösebb nehézségek nélkül megvalósítható lenne egy újfajta kötvényszerződés formájában. Fontos megjegyzés: az amerikai állam tulajdonképpen ehhez hasonló dolgot valósított meg, amikor az eredeti takarékkötvényeket magasabb kamatlábakkal hosszabbította meg. Az általunk itt javasoltak a takarékkötvényekénél hosszabb rögzített befektetési időszak, valamint a kamatlábra vonatkozóan rugalmasabb szabályozás bevezetését sürgeti.*

Alig érdemes szót ejteni a nem átváltható elsőbbségi részvényekről, amelyek különleges adózási státusuk okán sokkal vonzóbbak az intézmények - például a biztosítótársaságok -, mint a magánszemélyek számára. (Természetesen ez is csak a biztonságosnak tekinthető elsőbbségi részvényekre igaz.) A gyengébb minőségű elsőbbségi részvények árfolyama százalékosan értékben szülte kivétel nélkül igen széles sávban ingadozik, nem sokban különbözve e tekintetben a közönséges részvényektől. Egyéb hasznos megállapításokat nem tudunk közölni ezekről az értékpapírokról.

A 334. oldalon található 16.2. táblázat hasznos információkat tartalmaz az alacsonyabb besorolású, nem átváltható elsőbbségi részvények árfolyamának 1968 decembere és 1970 decembere közötti változásairól. Átlagos árfolyamesésük 17 százalékot tett ki az S&P index részvényeinek 11,3 százalékos csökkenésével szemben.

* Ahogy a 2. és a 4. fejezet kommentárjában említettük, az inflációhoz igazodó amerikai államkötvények (TIPS) a Graham által itt javasoltak, illetve azok új, továbbfejlesztett változatai.

Kommentár a 8. fejezethez

A népszerűsége vágyó emberek boldogsága másokon múlik; az örömet keresők boldogsága a hatalmukon kívülálló hangulattal együtt ingadozik; a bölcs ember boldogsága viszont a szabad akaratából végrehajtott tettekből ered.

(*Marcus Aurelius*)

Dr. Jekyll és Piac úr

Az idő nagy részében a piac jobbára pontosan árazza a részvények többségét. Az áron már-már kicsinyesen alkudozó vevők és eladók milliói meglehetősen jó munkát végeznek a vállalatok értékelése terén - nagy átlagban. Ám néha az így kialakult ár nem megfelelő, sőt alkalmanként kimondottan rossz. És ilyen időkben kell megértenünk Graham képzeletbeli Piac urat, aki talán a legkiválóbb metafora, amellyel a részvények időszakos félreárazását valaha magyarázták.¹ A mániás depressziós Piac úr nem mindig úgy árazza a részvényeket, ahogy egy értékbecsülő vagy egy magánvásárló értékelné a vállalatokat. Ő, amikor a részvényárak felmennek, örömmel fizet többet is, mint a papírok objektív értéke; amikor pedig az árfolyamok lefelé tartanak, kétségbeesetten szórja őket a piacra, akár valódi értékük alatt is.

Vajon Piac úr még mindig közöttünk van? Még mindig kettős személyiségű? Biztosak lehetünk abban, hogy a válasz mindkét kérdésre igen.

2000. március 17-én, az InktomiCorp. részvényei 231,625 dolláron új történelmi csúcstól értek. Mióta 1998 júniusában megjelentek a parketten, az internetes keresőszoftverrel foglalkozó cég részvényei nagyjából 1900 százalékat emelkedtek. Az 1999 decembere óta eltelt néhány hét során a részvények árfolyama közel megháromszorozódott.

Mi zajlott az Inktomi vállalatnál, ami az Inktomi-részvényt olyan értékesé tette? A válasz nyilvánvalónak tűnik: látványosan gyors növekedés. Az 1999 decemberében véget ért három hónapban az Inktomi 36 millió dollár értékben adott el termékeket és szolgáltatásokat, ami meghaladta az 1998 decemberében véget ért teljes év értékesítését. Ha az Inktomi csak további öt évre képes lenne fenntartani az előző 12 havi növekedési ütemét, bevételei a negyedévi 36 millióról havi 5 milliárdra növekednének. Ilyen növekedéssel a láthatáron Piac úr biztos lehetett abban, hogy minél gyorsabban nő a részvény ára, annál magasabbra fog jutni.

1 Lásd Graham sorait a 167. oldalon.

Kommentár a 10. fejezethez

Ám az Inktomi részvényei iránt érzett vad szerelme során Piac úr figyelmen kívül hagyott egy apróságot a vállalat üzletvitelét illetően. Az Inktomi ugyanis veszteséges volt - nem is kicsit. Hatmillió dollárt veszített az utolsó negyedévben, 24 milliót az azt megelőző 12 hónap során, és 24 milliót az azelőtti év folyamán. A vállalat fennállása alatt egyetlen cent nyereséget sem termelt. Ennekellenére 2000. március 17-én Piac úr összesen 25 milliárd dollárra értékelte ezt az apró vállalatot. (Igen, *milliárdra*, nem millióra.)

És akkor Piac urat hirtelen elkapta a gyötrő depresszió. 2002. szeptember 30-án, mindössze két és fél évvel a 231,625 dolláros árfolyamcsúcs beállítása után, az Inktomi részvényei 25 centen zártak - ami azt jelentette, hogy a 25 milliárd dolláros teljes piaci érték kevesebb mint 40 millióra zuhant. Elapadt az Inktomi üzlete? Szó sincs róla; az előző 12 hónap során a vállalat 113 millió dollár bevételt ért el. Akkor mi változott? Csupán Piac úr hangulata: 2000 elején a befektetők annyira megvadultak az internetes vállalkozásokért, hogy az Inktomi részvényeit a vállalat bevételeinek 250-szeres értékén árazták be. Most azonban csak a bevétel 0,35 részét voltak hajlandók megadni egy darab részvényért. Piac úr Dr. Jekyllből Mr. Hyde-dá változott, és különös kegyetlenséggel pusztított el minden olyan részvényt, amely korábban bolondot csinált belőle.

Ám Piac úr éjszakai dührohama semmivel sem volt indokoltabb, mint az azt megelőző mániákus eufóriája. 2002. december 23-án a Yahoo!, Inc. bejelentette, hogy részvényenként 1,65 dolláros áron felvásárolja az Inktomit. Ez közel a hétszerese volt az Inktomi-részvények szeptember 30-ai árfolyamának. A történelem valószínűleg megmutatja majd, hogy a Yahoo! milyen kiváló vásárt csinált. Ha Piac úr ilyen olcsóvá teszi a részvényeket, nem szabad csodálkoznia, hogy teljes vállalatokat vásárolnak meg, és ragadnak ki a keze közül.²

Gondolkodjunk a saját fejünkkel!

Készségesen megengednénk egy hivatalosan elmebetegnek nyilvánított embernek, hogy legalább hetente ötször meglátogasson, és elmondja nekünk, hogy pontosan ugyanúgy kell éreznünk, ahogy ő? Bármikor is elfogadnánk azt, hogy eufórikusan örüljünk pusztán azért, mert ő is így érez - vagy nyomorúságosan érezzük magunkat csak azért, mert ő így gondolja? Természetesen nem. Ragaszkodnánk ahhoz, hogy élményeink és meggyőződésünk alapján mi magunk irányítsuk érzelmi életünket. Ám amikor pénzügyi életükről van szó, emberek milliói hagyják, hogy Piac úr szabja meg nekik, hogyan érezzék magukat, és mit tegyenek - azon nyilvánvaló tény ellenére, hogy Piac úr időről időre teljesen megbolondul.

1999-ben, amikor Piac úr visított az örömtől, az amerikai alkalmazottak fizetésük átlagosan 8,6 százalékát utalták nyugdíj-takarékossági számláikra. 2002-ben, miután Piac úr három évet töltött azzal, hogy részvényekkel tömjön meg fekete szemeteszsákjait, az átlagos utalási arány majdnem negyedével, 7 százalékra csökkent.³ Minél olcsóbbak lettek

2 Ahogy Graham 1932-es klasszikus cikksorozatában megállapította, a Nagy Válság azt okozta, hogy több tucat vállalat részvényárfolyama a társaság tulajdonában lévő készpénz és egyéb likvid eszközök értéke alá csökkent, vagyis ezek a vállalatok „többet értek halva, mint élve”.

3 Sajtóközlemény, The Spectrem Group, „Plan Sponsors Are Losing the Battle to Prevent Declining Participation and Deferrals into Defined Contribution Plans”, 2002. október 25.

8.1. ábra: Lesajnáltakból nyertesek

Vállalat	Iparág	1999
Angelica	munkahelyi ruházat	-43,7
Ball Corp.	fém- és műanyag csomagolás	-12,7
Checkers Drive-In Restaurants	gyorsétterem	-45,5
Family Dollar Stores	kiskereskedelem	-25,1
International Game Technology	játékgépek	-16,3
J. B. Hunt Transportation	fuvarozás	-39,1
Jos. A. Bank Clothiers	ruházat	-62,5
Lockheed Martin	védelmi és repülési eszközök	-46,9
Pier 1 Imports	lakberendezés	-33,2
UST, Inc.	dohányipar	-23,5
Wilshire Internet Index		139,1
Wilshire 5000 index (teljes részvénytőke)		23,8

Források: Aronson + Johnson + Ortiz, L.P.; www.wilshire.com

Teljes hozam			1999. január 1-jén befektetett 1000 dollár értéke
2000	2001	2002	
1,8	19,3	94,1	1328
19,2	55,3	46,0	2359
63,9	66,2	2,1	1517
33,0	41,1	5,0	1476
136,1	42,3	11,2	3127
21,9	38,0	26,3	1294
50,0	57,1	201,6	2665
58,0	39,0	24,7	1453
63,9	70,5	10,3	2059
21,6	32,2	1,0	1241
-55,5	-46,2	-45,0	315
-10,9	-11,0	-20,8	778

Kommentár a 10. fejezethez

a részvények, annál inkább lelohadt az emberek részvényvásárlási lelkesedése - mert ahelyett, hogy a saját fejükkel gondolkodtak volna, Piac urat majmolták.

Mindazonáltal az intelligens befektető nem hagyhatja teljes mértékben figyelmen kívül Piac urat. Ehelyett üzletelnie kell vele - ám csak olyan mértékben, ameddig az a saját érdekeit szolgálja. Piac úr feladata, hogy árakkal lásson el bennünket; a mi feladatunk eldönteni, hogy előnyünkre válik-e, ha kihasználjuk azokat. *Nem kell kereskedni vele pusztán azért, mert folyamatosan zaklat bennünket.*

Azzal, hogy elutasítjuk Piac urat, hogy uralkodjon felettünk, a szolgálónkká tesszük. Elvégre is, amikor olybá tűnik, hogy valahol pusztít, máshol értéket teremt. 1999-ben a Wilshire 5000 index - amely az amerikai részvénypiac teljesítményének legátfogóbb mutatója - 23,8 százalékkal erősödött, amely növekedés hajtóerejét a technológiai és telekommunikációs részvények jelentették. Ám a Wilshire indexet alkotó 7234 részvény közül 3743-nak az átlag emelkedése ellenére csökkent az értéke. Amíg ezek a high-tech és telekomrészvények forróbbak voltak, mint egy versenyautó motorháztetője egy augusztusi délután, a „régis gazdaság” több ezer részvénye belefulladta sárba - és egyre olcsóbb lett.

ACMGI induló internetes vállalkozások „inkubátora”, vagyis holding cége. Részvényei elképesztő módon, 939,9 százalékkal emelkedtek 1999-ben. Ez idő alatt a Berkshire Hathaway - az a holding, amelyen keresztül Graham legjobb tanítványa, Warren Buffett a régi gazdaság olyan rendíthetetlen harcosaiból részesedik, mint a Coca-Cola, a Gillette és a Washington Post Co. - 24,9 százalékot veszített értékéből.⁴

Ám ezt követően, ahogy ez olyan gyakran lenni szokott, a piaci hangulat hirtelen megváltozott. A 8.1. ábrán azt láthatjuk, hogy 1999 némely lesajnált vállalatából hogyan lettek a 2000-2002-es időszak nyertesei.

Ami az előbb említett két holding vállalatot illeti, a CMGI 2000-ben 96, 2001-ben további 70,9, majd 2002-ben újabb 39,8 százalékot esett - összességében értéke 99,3 százalékát veszítve el. A Berkshire Hathaway 26,6 százalékkal ment fel 2000-ben és 6,5 százalékkal 2001-ben, majd enyhe, 3,8 százalékos veszteséget szenvedett el 2002-ben - ami összességében 30 százalékos emelkedésnek felelt meg.

Le tudjuk győzni a profikat saját játékukban?

Graham egyik legerősebb megállapítása a következő: „A befektető, aki hagyja, hogy a birtokában lévő részvények indokolatlan áresései miatt alaptalanul aggódjon, visszaszármódjon hátrányára fordítja alapvető előnyét.”

4 Néhány hónappal később, 2000. március 10-én - ugyanazon a napon, amikor a NASDAQ történelmi csúcsot ért el - az online kereskedési szakértő, James J. Cramer azt írta, hogy a napokban „ismétlődő” kísértést érzett, hogy rövidre eladja a Berkshire Hathaway papírjait, vagyis arra tegyen, hogy Buffett részvényei tovább fognak esni. Cramer még azt a csipkelődő megjegyzést is megengedte magának, hogy a Berkshire részvényei megérették a megszárlásra. Ugyanaznap Ralph Acampora, a Prudential Securities piaci stratégiája a következő kérdést tette fel: „Norfolk Southern vagy Cisco Systems: hova szeretne jutni a jövőben?” Úgy tűnt, hogy a jövőbeli internetes szupersztrádaüzletben kulcsszerepet játszó Cisco mindent visz a Norfolk Southernnel szemben, amely a múltat jelképező vasúthálózat egy darabkáját jelenti. (A következő év során a Norfolk Southern 35 százalékkal gyarapodott, a Cisco pedig 70 százalékot veszített piaci értékéből.)

Kommentár a 10. fejezethez

Mit ért Graham az „alapvető előny” szavak alatt? Azt, hogy az intelligens egyéni befektető teljesen szabad akaratából eldöntheti, hogy követi-e Piac urat, vagy sem. Rendelkezünk azzal a kiváltsággal, hogy a saját fejünkkel gondolkodhatunk.⁵

A tipikus alap- vagy vagyongazdálkodó azonban nincsen más választása, mint hogy szolgálja módra kövesse Piac urat minden lépését - vegyen magas áron, adjon el alacsonyán, szinte lélektelenül masírozzon szeszélyesen haladó lábnyomaiban. Íme, néhány azon hátrányok közül, amelyekkel a befektetési alapok gazdálkodói és más professzionális befektetői együtt kell élniük:

- Mivel akár több milliárd dollárt is kezelnek, kénytelenek a legnagyobb részvények iránt vonzódni - hiszen csak ezeket tudják a portfóliójuk feltöltéséhez szükséges több millió dollár értékű mennyiségben megvásárolni. Így sok alap végzi úgy, hogy ugyanazt a néhány túlárazott óriást tartja portfóliójában.
- A befektetők hajlamosak a piac emelkedése esetén több pénzt önteni az alapokba. Az alapkezelők arra használják az új forrást, hogy még többet vásároljanak a már amúgy is birtokukban lévő részvényekből, még veszélyesebb magasságba hajtva fel ezzel azok árfolyamát.
- Ha az alapok befektetői a piac esésekor visszakerik a pénzüket, az alapkezelőknek részvényeket kell eladniuk, hogy ki tudják fizetni ügyfeleiket. Ugyanúgy, ahogy az alapok az emelkedő piacon inflálódott árakon kénytelenek részvényeket vásárolni, akkor kényszerülnek eladásra, amikor a részvények ismét olcsóbbá válnak.
- Sok vagyongazdálkodó bonuszt kap a piacot meghaladó teljesítménye után, ezért rögzítenek hasonlítják hozamaikat az olyan referenciaindexekhez (benchmark), mint például az S&P 500. Ha egy vállalat bekerül egy piaci indexbe, több száz alap szinte kötelezően vásárolni kezdi. (Hanem teszik, és a részvényjói szerepel, az alapkezelők ostobának tűnnek; ha viszont megvásárlásuk után gyengén szerepelnek ezek a papírok, senki nem hibáztatja őket).
- Az alapkezelőktől is egyre inkább elvárják, hogy bizonyos területekre szakosodjanak. Ahogy a gyógyászat területén is a körzeti orvos helyét átvette a gyermekgyógyászati allergológus és az időskori fül-orr-gégész, az alapkezelők is kizárólag „kis növekedési” részvényeket, vagy csak „közepes értékű” vállalatokat, vagy csupán „nagy, vegyes” papírokat vehetnek.⁶ Ha egy vállalat túl nagy lesz, vagy túl kicsi, netán túl olcsó, esetleg icipicit túl drága, az alapnak el kell adnia - akkor is, ha az alapkezelő kedveli a részvényt.

Mindezek fényében semmilyen akadálya nincs annak, hogy ugyanolyan jól teljesítsünk, mint a profik. Amire nincs módunk és lehetőségünk (bármit állítsanak is a szakértők),

5 Amikor megkérdezték, hogy mi akadályozza meg az egyéni befektetők többségét abban, hogy sikeresek legyenek, Graham pontos és tömör választ adott: „Sikertelenségük elsődleges oka, hogy túlzott figyelmet fordítanak arra, mi történik aktuálisan a részvényt piacon.” Lásd „Benjámín Graham: Thoughts on Security Analysis” [az Északkelet-Missouri Állami Egyetem Üzleti Iskolájában 1972 márciusában tartott előadás szövege], *FinancialHistory* magazin, no. 42, 1991. március, 8. oldal.

6 Ne foglalkozunk azzal, hogy mit jelentenek, vagy mit kellene, hogy jelentsenek ezek a kifejezések. Míg a nagyközönség a legnagyobb tisztelettel tekint ezekre a kategóriákra, a befektetések világában dolgozók többsége egymás között elintézi őket egy félmosollyal, mint egy gyenge viccet.

Kommentára 10. fejezethez

az, hogy „saját játékukban győzzük le a profikat”. *Hiszen a profik saját játékukat sem képesek megnyerni!* Egyáltalán miért akarnánk azt játszani? Ha az ő szabályait követjük, veszteni fogunk - hiszen ugyanúgy Piac úr szolgálivá válunk, mint a profik.

Ehelyett ismerjük fel: az intelligens befektetés arról szól, hogy kontrolláljuk azt, ami kontrollálható. Nincs ráhatásunk arra, hogy az általunk vásárolt részvények vagy alapok felülteljesítik-e a piacot ma, a következő héten, ebben a hónapban vagy ebben az évben; hozamaink rövid távon mindig is Piac úr és az ő szeszélyének rabjai lesznek. Ám igenis *kontrollálhatjuk*:

- **brókerköltségeinket** azzal, ha ritkán, türelmesen és olcsón kereskedünk;
- **az értékpapírok tartási költségeit** azzal, ha nem vásárolunk túl magas éves költségeket felszámító befektetési alapokat;
- **várakozásainkat** azzal, hogy reálisan becsüljük meg a hozamainkat⁷, nem engedve szabadon a fantáziánkat;
- **kockázatunkat** azzal, ha eldöntjük, összes pénzeszközünk mekkora részét tesszük kockára a részvénypiacon, illetve ha diverzifikálunk, és szükség esetén átsúlyozzuk portfóliónkat;
- **adókötelezettségünket** azzal, hogy legalább egy évig tartjuk a részvényeket, és amikor csak lehetséges, a papírokat öt évig megőrizve csökkentjük a fizetendő árfolyamnyereség-adót;
- és legfőképpen **saját viselkedésünket**.

Ha pénzügyi tévécsatornát nézünk, vagy piaci újságírók cikkeit olvassuk, azt gondolhatjuk, hogy a befektetés valamilyen sport, vagy háború, vagy még inkább harc az ellenséges vadonban való túlélésért. *Ám a befektetés nem arról szól, hogy másokat legyőzzünk a játékukban. Sokkal inkább arról, hogy magunkat kontrolláljuk saját játékunkban.* Az intelligens befektető előtt nem az a kihívás, hogy megtalálja a részvényeket, amelyek a legtöbbet fognak emelkedni, illetve a legkevesebbet csökkenni, hanem hogy megakadályozza azt, hogy saját maga legrosszabb ellensége legyen - vagyis ne vásároljon pusztán azért, mert Piac úr azt mondja, „Vegyé!” és ne adjon el csak azért, mert Piac úr azt mondja, „Adjál el!”

Amennyiben a befektetési időtávunk elég hosszú - legalább 25 vagy 30 év -, akkor az egyetlen értelmes megközelítés: vásároljunk automatikusan minden hónapban, illetve minden más alkalommal, amikor van erre fordítható megtakarított pénzünk. A legjobb választás egy ilyen élethosszig tartó befektetésre egy, a teljes részvénypiacot lefedő indexalap. Csak akkor adjunk el, amikor pénzre van szükségünk (pszichológiai támaszként tűzzük ki és írjuk alá a „Befektetői szerződést” amelyet a 183. oldalon találunk).

Ahhoz, hogy intelligens befektetők legyünk, kerülnünk kell azt is, hogy pénzügyi sikereinket egy csomó idegen ember eredménye alapján ítéljük meg. Egyetlen centtel sem leszünk szegényebbek, ha valaki Dubuque-ban vagy Dallasban vagy Denverben felülmúlja az S&P 500 indexet, mi pedig nem. Egyetlen sírkövön sem olvashatjuk, hogy „ITT NYUGSZIK, AKI LEGYŐZTE A PIACOT”

⁷ Lásd Walter Updegrave brilliáns cikkét: „Keep It Real”; *Money*, 2002. február, 53-56 oldal.

Kommentár a 10. fejezethez

Egyszer egy nyugdíjasokból álló csoporttal készítettem interjút Boca Ratonben, Florida egyik legtehetősebb nyugdíjasközösségében. Megkérdeztem - a zömmel hetvenes éveikben járó - embereket, hogy befektetői életük során legyőzték-e valaha is a piacot. Volt, aki igent mondott, volt, aki nemet; többségük bizonytalan volt a kérdésben. Egyszer csak egy férfi így szólt: „Kit érdekel? Csak azt tudom, hogy a befektetésem eleget hoztak ahhoz, hogy öregkoromat Bocában tölthessem.”

Létezik-e ennél tökéletesebb válasz? Elvégre a befektetés lényege nem az, hogy több pénzt keressünk, mint az átlag, hanem eleget keressünk saját igényeink kielégítésére. Befektetéseink sikerét valójában nem azon tudjuk lemérni, hogy legyőzzük-e a piacot, hanem hogy sikerül-e megvalósítanunk egy olyan pénzügyi tervet és fegyelmezett befektetési magatartást, amelyek jó eséllyel eljuttatnak bennünket oda, ahova tartunk. A végén úgysem az számít, hogy mindenki más előtt szakítsuk át a célvonalat, hanem csak az, hogy valóban átszakítsuk azt.⁸

Pénzünk és agyunk

Miért találják akkor a befektetők mégis olyan meggyőzőnek Piac urat? Kiderült, hogy agyunk velünk született módon a befektetési zűrök irányába terel bennünket, az ember pedig egy mindenben szabályt kereső állatfaj. Pszichológusok kimutatták, hogy ha véletlen szám sorozatot mutatnak az embereknek, és közlik velük, hogy az teljes egészében kiszámíthatatlan, akkor is megkísérlik kitalálni, hogy mi következik. Ugyanígy azt is „tudjuk”, hogy a kockán következőre hetes fog kijönni, a baseballjátékos most ki fogja ütni a labdát a stadionból, a következő nyerőszámok a hatoslottón egyértelműen a 4-27-9-16-42-10 lesznek - és ez a kis felkapott részvény lesz a következő Microsoft.

Az idegtudomány egy úttörően új kutatása kimutatta, hogy agyunk felépítésének köszönhetően akkor is érzékeli a trendeket, amikor azok még ki sem alakultak. Ha valamilyen esemény csak sorban kétszer vagy háromszor bekövetkezik, az emberi agy anterior cingulárisnak és nucleus accumbensnek nevezett területei automatikusan arra számítanak, hogy újra megtörténik. Ha valóban megismétlődik, dopamin nevű természetes kémiai anyag keletkezik, és finom eufóriával tölti el vérünket. Ezért ha egy részvény egymás után néhány alkalommal drágul, reflexszerűen azt várjuk, hogy tovább emelkedik - s agyunk kémiai összetétele módosul, a hogy a részvény valóban felmegy, és „természetes boldogságérzet” tölt el bennünket. Lényegében függővé válunk saját előrejelzéseinktől.

Ám amikor a részvények esnek, a pénzügyi veszteség feltűzeli az amygdalánkat - agyunk azon részét, amely a félelmet és a szorongást kezeli, és a sarokba szorított állatokra oly jellemző, híres „küzdj vagy menekülj” vészreakciót kiváltja. Ahogy nem tudjuk megakadályozni, hogy pulzusunk ne szökjön fel a tűzjelző hangjára, és ahogy nem tudunk nem visszahőkölni, amikor csörgőkígyó kúszik a gyalogösvényünkre, ugyanígy nem tudunk nem félelmet érezni, amikor a részvényárak lefelé fordulnak.⁹

⁸ Lásd Jason Zweig, „Did You Beat the Market?” *Money*, 2000. január, 55-58. oldal.

⁹ A befektetések idegtudományával Jason Zweig foglalkozik cikkében: „Are You Wired for Wealth?” *Money*, 2002, október, 74-83. oldal. Az írás a http://money.cnn.com/2002/09/25/pf/investing/agenda_brain_short/index.htm oldalon is elérhető. Lásd még Jason Zweig, „The Trouble with Humans”, *Money*, 2000. november, 67-70. oldal.

Kommentár a 10. fejezethez

Két kiváló pszichológus, Daniel Kahneman és Amos Tversky kimutatták, hogy a pénzügyi veszteség okozta fájdalom kétszer olyan intenzív, mint az ugyanolyan összegű nyereség felett érzett öröm. Nagyszerű érzés 1000 dollárt keresni egy részvényvel - ám egy 1000 dolláros veszteség kétszer olyan erős érzelmi pofon. A pénzügyi veszteség olyan fájdalmas, hogy sokan, megrémülve a további veszteségek eshetőségétől, a mélyponthoz közel adják el mindenüket, vagy hagynak fel a további vásárlással.

Ez segít megmagyarázni azt, hogy miért pusztán a piaci esés nagysága rögzül az agyunkban, és miért felejtjük el átváltani azt százalékos mértékre. Ha egy tévériporter torkaszakadtából kiabálva tudósít arról, hogy „A piac esik - a Dow 100 ponttal lejjebb csúszott!”, az emberek többsége ösztönösen megborzong. Ám a Dow jelenlegi, 8000 pontos szintjénél ez pusztán 1,2 százalékos esés. Gondoljunk csak bele, milyen nevetésesen hangzana, ha egy szép nap, amikor 81 fok van odakinn, az időjárás a tévében azt süvölttené, hogy: „Az időjárás romlik - 81 fokról 80 fokra esett!”¹⁰ Ez is csupán 1,2 százalékos csökkenés. Ha elfelejtjük százalékos formában nézni a piaci árfolyamváltozásokat, könnyen pánikba eshetünk az apróbb ingadozások miatt is. (Több évtizedes befektetői múlttal a hátunk mögött máshogyan is el tudjuk képzelni a pénzügyi híradásokat; lásd a *keretes írást* a 141. oldalon.)

Az 1990-es évek végén sok ember úgy érezte, hogy sötétben tapogatózik, ha nem tudja napi több alkalommal megnézni részvényeinek az árfolyamát. Ám ahogy Graham mondja, a tipikus befektető „jobban járna, ha részvényeinek egyáltalán nem lenne árfolyamjegyzése, mert akkor megkímélné magát a lelki fájdalomtól, amit *más emberek* értékelési tévedései okoznak”. Ha részvényportfoliónk értékének 1 óra 24 perckor történt ellenőrzése után kényszerűt érzünk arra, hogy 1 óra 37 perckor újra megnézzük az árfolyamokat, tegyük fel magunknak a következő kérdéseket:

- Felhívtunk egy ingatlanügynököt 1 óra 24 perckor, hogy megérdeklődjük lakásunk piaci árát? Visszahívtuk őt 1 óra 37 perckor is?
- Ha megtettük volna, változott volna az ár? És ha igen, rohantunk volna eladni a lakásunkat?
- Azzal, hogy nem ellenőrizzük percről percre, sőt egyáltalán nem is ismerjük lakásunk piaci árát, meggátoljuk azt, hogy az ingatlan értéke idővel növekedjen?”

Az egyetlen értelmes válasz ezekre a kérdésekre a *természetesen nem!* És ugyanígy kellene tekinteni portfoliónkra is. Tíz-, húsz- vagy harmincéves befektetési időtávon Piac úr napi kitérői egyszerűen nem számítanak. Aki hosszú évekre fektet be, annak a csökkenő részvényárak nem rossz, hanem jó hír, hiszen lehetővé teszik, hogy kevesebb pénzért többet vásároljon. Minél hosszabban és jobban esnek a részvények, és minél következetesebben vásárolunk a csökkenő piacon, annál több pénzt fogunk keresni a végén - *feltéve*, hogy mindvégig megőrizzük állhatatosságunkat. A medve piactól nem félni kell, hanem a keblünkre ölelni. Az intelligens befektető még akkor is

10 A szerző természetesen az Amerikában megszokott Fahrenheit-fokban számol. - *A szerk.*

11 Érdemes azt is megkérdezni, hogy vajon szeretnénk-e olyan lakásban élni, amelynek piaci árát mindennap fillérre pontosan közölnék az újságban és a tévében.

Figyelemre érdemes hírek

A részvények zuhannak, ezért bekapcsoljuk a tévét, hogy elcsípjük a legfrissebb piaci híreket. Ám képzeljük el azt, hogy a CNBC vagy a CNN helyett a Benjamin Graham Pénzügyi Csatornára kapcsolunk. A BGPCS-n nem a piac végétjelző híres csengetést halljuk; a képernyő nem a tőzsde parkettjén mérgezett egér módjára rohángáló brókerek közeli képét mutatja. A BGPCS-n olyat sem láthatunk, hogy a befektetők a fagyott járdákon levegő után kapkodva bámulják a fejük feletti elektronikus kijelzőn futó piros nyilakat.

Ezek helyett tévékészülékünk képernyőjét a New York-i Értéktőzsde homlokzatának képe tölti be, és rajta egy hatalmas molinón a következő szöveget olvashatjuk: „VÁSÁR! 50% ÁRENGEDMÉNY!” Bevezető zeneként a Bachman-Turner Overdrive nevű kanadai együttes egyik régi, „You Ain't Seen Nothin' Yet” (Még semmit sem láttál) című slágerének kezdőakkordjai szólnak. Majd a hírolvasó boldogan közli, hogy „A részvények ma *megint* vonzóbbak lettek, miután a Dow nagy forgalom mellett *újabb* 2,5 százalékot esett - ez volt *sorban a negyedik nap*, amikor a részvények *olcsóbbá* váltak. A technológiai vállalatok befektetői még ennél *is jobban jártak*, mert az olyan vezető társaságok, mint a Microsoft, *közel 5 százalékot vesztek a mai napon*, így még *inkább megfizethető* áron megvásárolhatók. Ezzel *tovább* folytatódnak a tavalyi *jó* hírek, amikor is a részvények *már 50 százalékot* estek, s így *évek óta* nem tapasztalható *kedvező* szintre értek az árfolyamok. És *egyes* befolyásos elemzők *optimistán* azt nyilatkozták, hogy a következő hetekben és hónapokban az árfolyamok *tovább csökkenhetnek*”

A kamera vált, a képernyőn Ignatz Anderson, a Wall Street-i Ketchum & Skinner piaci stratégiája látható, aki a következőket mondja: „Várakozásaim szerint a részvények júniusig *további 15 százalékot* fognak esni. Óvatosan *optimista* vagyok a tekintetben, hogy ha *minden jól megy*, a részvényárak *25 százalékot*, talán még annál is *többet* csökkenhetnek.”

„Reméljük, Ignatz Andersonnak *igaza* lesz - mondja vidáman a hírolvasó. - A *csökkenő* részvényárak *mesés* hír *minden* eléggé hosszú *időtávban* gondolkodó befektető számára. És most következzen *Wally Wood* és az *AccuWeather* *exkluzív* időjárás-jelentése.”

a legnagyobb lelki nyugalommal tartaná a részvényeket vagy befektetési alapokat, ha a következő 10 évben a részvénytőzsde nem közölné vele a napi árfolyamokat.¹²

Paradox módon „sokkal nagyobb kontrollhoz jutunk - jelentette ki Antonio Damasio idegtudós -, ha felismerjük, hogy mennyire nincsen hatalmunk a piac felett”. A magas

12 Egy, az 1980-as évek végén végzett figyelemre méltó kísérletsorozatban a Columbia és a Harvard Egyetem pszichológusa Paul Andreassen kimutatta, hogy a részvényeikről gyakori híreket kapó befektetők feleakkora hozamot értek el, mint azon társaik, akikhez egyáltalán nem jutottak el a piaci információk. Lásd Zweig, „Herés How to Use the News and Tune Out the Noise”, *Money*, 1998. július, 63-64. oldal.

Kommentár a 10. fejezethez

árfolyamon való vétel és az alacsony áron történő eladás biológiai tendenciáját elfogadva el kell ismernünk a költségátlagolós módszer és az átsúlyozás létjogosultságát, illetve a befektetői szerződés aláírásának szükségességét. Portfóliónkat állandó robotpilóta üzemmódra állítva leküzdhetjük a jóslatoktól való függőségünket, hosszú távú pénzügyi céljainkra összpontosíthatunk, és kikapcsolhatjuk Piac úr hangulatváltozásait.

Amikor Piac úr citromot ad, facsarj belőle limonádét

Habár Graham azt tanítja, hogy vásároljunk, amikor Piac úr „eladást” kiált, létezik egy kivételes eset, amellyel az intelligens befektetőnek tisztában kell lennie. A csökkenő piacon történő eladásnak akkor lehet értelme, ha adófizetési kötelezettségünk mérséklését eredményezi. Az amerikai adójogszabályok lehetővé teszik, hogy a realizált veszteséget (vagyis a részvények eladásával véglegessé tett árfolyamveszteséget) 3000 dollár összeghatárig levonjuk a rendes jövedelmünkéből. "Tegyük fel, hogy 2000 januárjában 200 darab Coca-Cola-részvényt vásároltunk 60 dolláros árfolyamon - vagyis összesen 12000 dollárt fektettünk be. 2002 végére a részvény 44 dollárig esett, így pakettünk értéke 8800 dollárra csökkent, ami 3200 dolláros veszteséget jelent.

Tehetjük azt is, amit a legtöbb ember szokott ilyenkor, akik keseregnek a veszteség miatt, vagy szőnyeg alá söprik, és úgy tesznek, mintha mi sem történt volna. Vagy kezünkbe vehetjük a helyzet irányítását. Még az év vége előtt eladhatjuk az összes Coca-Cola-részvényünket, amivel 3200 dollár veszteséget realizálunk. Majd - az amerikai adóhatóság rendelkezéseinek megfelelően - 31 nap várakozás után újra megvásároljuk a kólás papírokat. Az eredmény: 2002-es adóköteles jövedelmünket 3000 dollárral csökkentettük, a maradék 200 dollár veszteséget pedig majd a 2003-as jövedelmünkéből vonhatjuk le. S ami még jobb, továbbra is részesedéssel rendelkezünk abban a vállalatban, amelyiknek a jövőjében hiszünk - ám ez alkalommal majdnem harmadával olcsóbban vettük a papírjait, mint az első alkalommal.

Amíg Sam bácsi, vagyis az amerikai kormányzat támogatja veszteségeinket, igenis lehet értelme eladni, és realizálni a veszteséget. Ha Sam bácsi azt szeretné, hogy Piac úr viszonylag logikusnak tűnjék, miért ellenkeznénk?¹⁴

13 A szövetségi adójogszabályok folyamatosan változnak. Az itt közölt, Coca-Cola-részvényeket tartalmazó példa a 2003 elején hatályban lévő amerikai adótörvények rendelkezéseire érvényes.

14 A példa azt feltételezi, hogy a befektető 2002-ben nem rendelkezett realizált árfolyamnyereséggel, és a Coca-Cola-papírokból származó osztalékát nem forgatta vissza. Az adófizetési kötelezettség csökkentésére irányuló veszteségrealizálást komolyan végig kell gondolni, mert könnyen hibát követhetünk el. Ilyen ügylet megkötése előtt olvassuk el az amerikai adóhivatal, az IRS tájékoztatóját. Egy, a befektetésekből eredő adófizetési kötelezettségeink kezelésére vonatkozó kiváló útmutatóért lásd Robert N. Gordon és Jan M. Rosen, *Walt Street Secrets for Tax-Efficient Investing* (Bloombe'g Press, Princeton, New Jersey, 2001). Mielőtt eladási megbízást adunk, érdemes egy hivatásos adószakértőtől is tanácsot kérni.

Kommentár a 10. fejezethez

Befektetői szerződés

Alulírott, _____, ezennel kijelentem, hogy olyan befektető vagyok, aki az elkövetkező hosszú évek során kíván vagyont gyűjteni. Tisztában vagyok azzal, hogy lesznek alkalmak, amikor kísértést fogok érezni, hogy azért fektessek kötvényekbe vagy részvényekbe, mert azok ára felment (vagy éppen emelkedik), máskor pedig azért vonz majd befektetésem eladásának lehetősége, mert árfolyamuk csökkent (vagy éppen lefelé tart).

Ezennel kijelentem, hogy nem engedem, hogy idegen emberek sokasága hozza meg helyettem a pénzügyi döntéseimet. Szigorú kötelezettséget vállalok továbbá arra, hogy soha nem fektetek be azért, mert a részvénypiac felment, és soha nem adok el azért, mert lefelé tart. Ehelyett minden hónapban havi _____ dollárt fogok automatikus befektetési program vagy „költségátlagolásos módszer” alapján befektetni a következő befektetési alap(ok)ba vagy diverzifikált portfólió(k)ba:

További összegeket fogok befektetni minden olyan alkalommal, amikor pénzt tudok félretenni (és megengedhetem magamnak, hogy rövid távon akár el is veszítsem azt).

Ezennel kijelentem, hogy minden ilyen befektetést folyamatosan megtartok a következő időpontig (amely jelen szerződés aláírásától számítva legalább 10 év): 20_____. Ez alól az egyetlen, a szerződés által megengedett kivétel, ha hirtelen égető szükségem lesz a pénzre, például egészségügyi probléma vagy munkahelyem elvesztése miatt, illetve az olyan tervezett kiadások, mint a lakásvásárlás önrésze vagy a gyermek tandíja.

Aláírásommal kifejezem azon szándékomat, hogy nemcsak betartom jelen szerződés feltételeit, hanem minden olyan alkalommal újra elolvasom jelen dokumentumot, amikor kísértést érek bármely befektetésem eladására.

Jelen szerződés legalább egy tanú aláírásával lép életbe, és későbbi felhasználás céljából könnyen elérhető, biztonságos helyen tárolandó.

Aláírás:

Dátum:

20____.

Tanúk:

9. FEJEZET

A befektető és a befektetési alapok

Az óvatos befektető számára kínálkozó egyik lehetőség, hogy befektetési társaságok részvényeibe teszi a pénzét. Az olyan társaságokat, amelyek papírjait azok tulajdonosa nettó eszközértéken igény szerint visszaválthatja, (nyíltvégű) befektetési alapnak nevezik. Ezek többsége aktívan törekszik arra, hogy értékesítési hálózaton keresztül újabb és újabb részvényeket (befektetési jegyeket) adjon el. A nem visszaváltható részvényekkel rendelkező vállalatokat „zártvégű” befektetési társaságnak vagy alapnak nevezik; esetükben a részvények száma viszonylag állandó marad. Még a legkisebb alapot is regisztrálni kell az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdelügyeletnél (Securities & Exchange Commission, SEC), amely szabályozza és ellenőrzi e befektetési társaságok működését.*

Igen nagy iparágról beszélünk. 1970 végén 383 alapot regisztrált a SEC, és ezek együttesen 54,6 milliárd dollár értékű eszközt kezeltek. Közülük 356 nyíltvégű, 27 pedig zártvégű alap volt, összesen 50,6, illetve 4,0 milliárd dollár értékű portfólióval"

Az alapokat többféleképpen is csoportosíthatjuk. Az egyik lehetőség a portfóliójuk összetétele alapján osztályozni az alapokat; e szerint léteznek „kiegyensúlyozott alapok”, amelyek eszközeik jelentős részét (általában egyharmadát) kötvényekben tartják, és „részvényalapok”, amelyek szinte kizárólag részvényeket tartanak portfóliójukban. (További variációk is előfordulnak itt, például a „kötvényalapok”, a „fedezeti alapok”, a „korlátozott részvény-alapok” stb.)"

* Ellenkezik a szövetségi jogszabályokkal, ha egy nyílt- vagy zártvégű vagy tőzsdén forgalmazott alap anélkül értékesíti részvényei: a nagyközönségnek, hogy „regisztrált” volna SEC-nél (vagyis beadta volna a kötelező pénzügyi dokumentumokat).

*** A befektetési alapok iparága az „igen nagy”-ról időközben hatalmasra nőtt. 2002 végén a 8279 nyíltvégű befektetési alap 6,56 billió dollár értékű vagyonnal rendelkezett; az 514 zárt végű a ap 149,6 milliárd dollárnyi eszközt kezelte; míg a 116 tőzsdén kereskedett alap (ETF) eszközeinek értéke 109,7 milliárd dollárt tett ki. Ezek a számok nem tartalmazzák az olyan alapszerű befektetéseket, mint a változó életjáradékok és a befektetési társaságok (unit investment trust).

*** A befektetési alapok főbb típusainak listáját a <http://news.morningstar.com/fund-category-returns> oldalon találjuk. Korlátozott részvény-alapok már nem léteznek, a fedezeti alapoknak pedig a SEC szabályozása tiltja, hogy papírjaikat a 200 000 dollár éves jövedelemnél vagy nettó 1 millió dollár vagyonnál kevesebbel rendelkező befektetők számára értékesítsék.

A befektető és a befektetési alapok

Egy másik módszer az elsődleges céljaik - jövedelem, árstabilitás vagy árfolyam-növekedés - alapján csoportosítja az alapokat, de értékesítési módszerük alapján is megkülönböztethetjük őket. Ez alapján az egyik típusba a vásárláskor értékesítési jutalékot kivető alapok tartoznak (amelyek általában az eszközérték 9 százalékát számítják fel a vásárlások után).¹ A másik csoportot a vételi jutalék nélküli értékesített alapok alkotják; ezeknél a menedzsment megelégszik a vagyongezelésért járó szokásos befektetési tanácsadási díjakkal. Mivel ez utóbbiak nem tudnak az értékesítőknek jutalékot fizetni, méretüket illetően jellemzően a kisebbek közé tartoznak." A *zártvégű* alapok vételi és eladási árfolyamait nem a társaságok rögzítik, hanem a hagyományos vállalati részvényekhez hasonlóan a nyílt piacon alakulnak ki.

Az ilyen társaságokra különleges jövedelemadó-jogszabályok érvényesek, amelyek célja, hogy elkerüljék a részvényesek kétszeres adóztatását. Lényegében arról van szó, hogy az alapok gyakorlatilag az összes rendes jövedelmüket - vagyis a kapott osztalékot és kamatot, mínusz a költségeiket - ki kell, hogy fizessék. Ezen túlmenően a befektetéseik értékesítésén realizált hosszú távú nyereségüket is kifizethetik - „árfolyamnyereség-osztalék” formájában - amit a részvényes úgy kezel, mintha saját értékpapírjainak a nyeresége lenne. (Létezik egy másik opció is, amivel az olvasó összezavarását elkerülendő most nem foglalkozunk.)^{*} Szinte az összes alap csak egyféle részvénnyel rendelkezik. Egy új, 1967-ben megjelent ötlet alapján elsőbbségi részvényre és törzsrészvényre osztották egyes alapok tőkéjét. Az előbbieket kapják az összes rendes jövedelmet, míg utóbbiak az értékpapírok értékesítéséből származó teljes nyereséget. (Az ilyeneket „kettős célú alapoknak” szokás nevezni.)^{**}

Sok befektetési alap, amely kijelenti magáról, hogy elsődleges célja az árfolyamnyereség elérése, az úgynevezett „növekedési részvények” vásárlására koncentrálnak, és nevükben is gyakran szerepelteti a „növekedési” szót. Mások olyan

* Napjainkban 5,75 százalék körül van a részvényalapok maximális értékesítési jutaléka. Ha 5,75 százalékos jutalékot felszámító alapba 10 000 dollárt fektetünk, akkor 575 dollár jár annak az értékesítőnek (vagy brókernek), amelyik a befektetést eladta nekünk, így nettó 9425 dollár kezdő befektetés marad számunkra. Az 575 dollárnyi értékesítési jutalék ténylegesen 6,1 százaléka ennek az összegnek, pontosan ezért nevezi Graham a jutalék kiszámításának bevett módját értékesítési trükknek." Az 1980-as évek óta az értékesítési jutalékot fel nem számító alapok népszerűsége növekedett, és ma már nem jellemző, hogy méretüket illetően a másik típusnál kisebbek lennének.

** Ma szinte minden nyíltvégű befektetési alap „szabályozott befektetési társaságként” (regulated investment company, RIC) adózik, amely mentes a társasági adótól, amennyiben gyakorlatilag az összes jövedelmét kifizeti részvényeseinek. Fennáll még az a lehetőség - amellyel Graham az „olvasó összezavarását elkerülendő” nem foglalkozik -, hogy egy alap a SEC különleges engedélyét kéri arra, hogy a tulajdonában lévő egyik társaságot közvetlenül szétoszthassa a részvényesei között - ahogy tette azt saját vállalata, a Graham-Newman Corp. 1948-ban, amikor a GEICO nevű társaságban meglévő részvényeit feldarabolta a Graham-Newman saját befektetői között. Az ilyenfajta szétosztás azonban rendkívül ritka.

*** Az 1980-as évek végén oly népszerű kettős célú alapok lényegében eltűntek a piacról - ami nagy kár, mert rugalmasabb módszert kínáltak a befektetőknek, hogy kihasználják a részvényeket olyan kiválóan kiváló szakemberek képességeit, mint például John Neff. Talán a közelmúlt medve piaca elhossa majd ennek a vonzó befektetési eszköznek az újjászületését.

kiszemelt területekre szakosodnak, mint a vegyipar, a légi közlekedés, a tengeren túli befektetések; jellemzően nevükben is utalnak erre.

Ennek eredményeképp a befektető, aki intelligens módon kívánja elkötelezni magát a befektetési alapok iránt, azok nagy, bizonyos tekintetben már zavaróan széles választékával találja magát szembe - hasonlóan ahhoz, mint amikor közvetlenül vásárol részvényeket. Ebben a fejezetben a legfontosabb kérdésekkel foglalkozunk, mégpedig:

1. Van-e arra lehetőség, hogy a befektető a megfelelő alapok kiválasztásával az átlagnál jobb eredményeket biztosítson saját magának? (Alkérdés: Mi a helyzet a „teljesítményalapokkal”?)*
2. Ha nem, hogyan kerülheti el, hogy az átlagnál rosszabb eredményeket hozó alapok mellett döntsön?
3. Választhat-e intelligens módon a különböző alaptípusok - így például a kiegyensúlyozott vagy a részvényalapok, a nyíltvégű vagy a zártvégű alapok, illetve az értékesítési jutalékot felszámító vagy az értékesítési jutalék nélküli alapok - közül?

A befektetési alapok egészének teljesítménye

Mielőtt megpróbálnánk válaszolni ezekre a kérdésekre, célszerű szót ejtenünk a befektetési alapok által alkotott iparág egészének a teljesítményéről. Jó munkát végeznek a részvényeseiknek? Vajon általánosságban jobban jártak az alapok befektetői, mint azok, akik közvetlenül intézték befektetéseiket? Biztosak vagyunk abban, hogy az alapok összességében hasznos célt szolgálnak. A megtakarítás és befektetés helyes szokásaira ösztönöznek; rengeteg magánszemélyt megkímélnek a részvényt piacon elkövethető költséges tévedésektől; és a részvények teljes hozamával összemérhető jövedelmet, valamint nyereséget hoznak a befektetőiknek. Összehasonlításképpen azt a kijelentést is megkockáztatnánk, hogy az átlagos magánember, aki az elmúlt tíz évben kizárólag befektetési alapok papírjaiba tette a pénzét, jobban járt, mint a közvetlen részvényvásárlásokat folytató átlagember.

Ez az utolsó megállapítás valószínűleg még akkor is igaz, ha az alapok tényleges teljesítménye látszólag nem jobb, mint a részvényt piac egészének az eredménye, és a befektetési alapokba történő befektetés költsége meghaladhatja a közvetlen piaci vásárlásokét. Az átlagember a valóságban nem azon két lehetőség közül választ, hogy (1) kialakít és megvásárol egy megfelelően súlyozott részvényportfoliót, vagy (2) alapok befektetési jegyeinek a vásárlásával, kicsit drágábban ugyan, de ugyanazt valósítja meg. Nagyobb valószínűséggel a között kénytelen választani, hogy (1) enged az ajtaján kopogtató, a befektetési alap értékesítésével foglalkozó ügynök unszolásának, vagy (2) a másod- és harmadrangú új kibocsátások még erőszakosabb és még veszélyesebb értékesítőinek adja be a derekát. Nehezen tudjuk

* A „teljesítményalapok” az 1960-as évek végén voltak rendkívül divatosak. Az 1990-es évek végének agresszív növekedési alapjainak felelnek meg, és azoknál egy fikarcnyival sem szolgálták jobban a befektetők érdekeit.

elképzelni, hogy az óvatos részvénybefektetések szándékával brókerszámlát nyitó átlagembert ne bombáznák a spekuláció és a spekulatív veszteségek felé terelő ajánlatokkal; ezek a csábítások sokkal kevésbé érik el a befektetési alapok vásárlóit.

Am hogyan teljesítettek a befektetési alapok a piac egészéhez viszonyítva? Kissé ellentmondásos ez a téma, ennek ellenére megpróbáljuk egyszerű, mégis kielégítő módon körbejárni. A 9.1. táblázatban az 1970 végén legnagyobb tíz részvényalapot az 1961-1970 közötti időszakra számított teljesítményét mutatjuk be. (Minden alapkezelő csoport csak a legnagyobb alapjával szerepel a táblázatban.) Az 1961-1965-ös és az 1966-1970-es időszakban, illetve két konkrét évben (1969-ben és 1970-ben) elért teljes hozamukat foglaltuk össze. Átlagos eredményeket is közlünk, amelyeket a tíz befektetési alap egy-egy darab részvényének az összeadásával kaptunk. Ezek a befektetési társaságok 1969 végén együttesen több mint 15 milliárd dollár értékű eszközzel rendelkeztek, ami körülbelül egyharmadát tette ki az összes részvényalap által kezelt vagyonnak. Kijelenthető tehát, hogy viszonylag reprezentatív képet adnak az iparág egészéről. (Elméletileg az átlagos iparági teljesítménynél jobb eredmények felé torzíthatnának ezek a számok, hiszen a legjobb társaságok a többinél gyorsabb ütemben kellett, hogy növekedjenek; a gyakorlat ezt ebben a formában nem támasztja alá.)

Érdekes tényeket fedezhetünk fel a táblázatban. Először is szembevetendő, hogy ennek a tíz alapnak az 1961-70-es időszakra vonatkozó összesített teljesítménye nem különbözik érzékelhetően a Standard & Poor's 500 indexe (vagy az S&P 425 ipari részvényt tartalmazó indexe) által elért eredménytől, a DJIA index teljesítményét ugyanakkor egyértelműen felülmúlja. (Mindez azta nagyon érdekes kérdést veti fel, hogy a Djl A indexet alkotó 30 óriásvállalat vajon miért teljesített gyengébben, mint a Standard & Poor's index jóval hosszabb és nyilvánvalóan vegyesebb listája.)* Egy másik megállapítás, hogy az alapoknak az S&P indexhez viszonyított, utolsó ötéves összteljesítménye valamivel jobb lett, mint amelyet az első ötéves időszak során megfigyelhettünk. Az 1961-65-ös periódusban az alapok nyeresége valamivel az S&P indexé alatt, 1966 és 1970 között pedig valamivel felette volt. A harmadik szembevetendő észrevételünk az egyes alapok eredményei között mutatkozó jelentős különbség.

Nem gondoljuk, hogy a befektetési alapok iparágát kritikával illethetnénk, amiért nem sikerült a piac egészénél jobb teljesítményi elérniük. Alapkezelőik és professzionális versenytársaik a forgalomképes részvények olyan nagy részarányát tartják a kezükben, hogy ami a piac egészével történik, szükségszerűen annak kell az alapok vagyonában is végbemennie (legalábbis megközelítően). (Érdemes megemlíteni, hogy 1969 végén a biztosított kereskedelmi bankok által kezelt vagyonelemek között 181 milliárd dollár értékben találtunk részvényeket; amennyiben ehhez hozzáadjuk a befektetési tanácsadók kezelte számlákon lévő részvényeket, illetve a nyíltvégű és hasonló befektetési alapoknál lévő 56 milliárdnyit,

* Tízéves időszakok alatt jelentős különbség is kialakulhat a Dow és az S&P 500 hozamai között. A tipikusan 25 és 50 év közé eső befektetői élettáv alatt azonban jellemzően igen szorosan konvergál egymáshoz a két index hozama.

9.1. táblázat: A tíz legnagyobb befektetési alap eredményei¹

	5 év, 1961-1965 (%)	5 év, 1966-1970 (%)				
Affiliated Fund	+71	+19,7	105,3	-14,3	+2,2	1600
Dreyfus	+97	+18,7	135,4	-11,9	-6,4	2232
Fidelity Fund	+79	+31,8	137,1	-7,4	+2,2	819
Fundamental Inv.	+79	+ 1,0	81,3	-12,7	-5,8	1054
Invest. Co. of Am.	+82	+37,9	152,2	10,6	+2,3	1168
Investors Stock Fund	+54	+5,6	63,5	-80,0	-7,2	2227
Mass. Inv. Irust	+18	+16,2	44,2	-4,0	+0,6	1956
National Investors	+61	+31,7	112,2	+ 4,0	-9,1	747
Putnam Growth	+62	+22,3	104,0	-13,3	-3,8	684
United Accum.	+74	-2,0	72,7	-10,3	-2,9	1141
Átlag	+72	18,3	105 8	— 8 9	—22	\$13 628 (összesen)
S&P	+77	+16,1	104,7	- 8,3	+3,5	
DJIA	+78	+2,9	83,0	-11,6	+8,7	

¹Ezek az 1970 végén a legnagyobb nettó eszközértékkel rendelkező részvényalapok, ám minden alapkezelő csoport csak egyetlen alapjával szerepel a táblázatban. Az adatok forrása a Wiesenberger Financial Services.

azt a megállapítást kell tennünk, hogy nagyrészt ezeknek a szakembereknek az együttes döntései határozzák meg a részvényátlagok mozgását, illetve nagyrészt ezen részvényátlagok mozgása határozza meg az alapok összteljesítményét.)

Léteznek-e az átlagnál jobb alapok, és a befektető vajon ki tud-e válogatni ilyeneket, hogy jobb eredményeket biztosítson saját magának? Nyilvánvalóan az összes befektető nem teheti ezt meg, hiszen abban az esetben ott találnánk magunkat, ahonnan elindultunk, vagyis amikor senki sem teljesít jobban a többieknél. Vizsgáljuk meg először egyszerűsített formában a kérdést. Miért ne tudná a befektető meghatározni, hogy kellően hosszú múltbeli időszakban melyik alap nyújtotta a legjobb teljesítményt, amiből azt feltételezhetné, hogy ezt kezelik a leghozzáértőbb módon, így az a jövőben is átlag feletti teljesítményt fog elérni, s ezért ebbe teszi a pénzét? Az ötlet annál is kivitelezhetőbbnek tűnik, mert a befektetési alapok esetében speciális felár megfizetése nélkül juthat hozzá ehhez a „leghozzáértőbb” alapkezelői tevékenységhez. (Gondoljunk csak bele: a hagyományos - azaz a nem befektetési - társaságok közül a legkiválóbban vezetett vállalatok aktuális nyereségükhöz és eszközértékükhöz képest ennek megfelelően magas árfolyamon forognak.)

Az idők során nem mindig igazolódott ez a felvetés. Ám a tíz legnagyobb alap eredményeit tartalmazó 9.1. táblázatunkból az látszik, hogy az 1961-65-ös időszak öt legjobban teljesítő alapjának jó eredményei összességében az 1966-70-es periódusban is kitartottak, noha az öt ilyen alap közül kettő nem muzsikált olyan jól, mint két másik. Vizsgálataink azt mutatják, hogy a befektetési alapokat vásárló befektető jól járhat, ha legalább öt éves időszakra visszamenően összehasonlítja az alapok teljesítményét, feltéve azonban, hogy az adott periódusban a piac egészében nem következett be jelentős mértékű nettó emelkedés. Ez utóbbi esetben ugyanis látványosan kedvező eredményeket lehetett elérni a nem kellően óvatos módszerekkel - ahogy ezt a „teljesítményalapokkal” foglalkozó következő részben be fogjuk mutatni. Elképzelhető, hogy az ilyen eredmények önmagukban csak azt jelentik, hogy az alapkezelők túlzott spekulatív kockázatot vállalnak, és egyelőre még nem fizettek rá erre.

„Teljesítményalapok”

Az elmúlt évek egyik újdonsága volt a „teljesítmény” kultuszának megjelenése a befektetési alapok (sőt: számos vagyongazdálkodási alap) irányításában. Annyiban korlátoznunk kell ezen megállapításunkat, hogy az a jelentős alapok nagy többségére nem, csupán az iparág egy viszonylag kis szeletére érvényes, amely azonban aránytalanul nagy mértékű figyelmet kapott. A történet meglehetősen egyszerű. Felelős pozícióban lévő vezetők célul tűzték ki, hogy alapjuk az átlagos eredményeknél (vagy a DJIA hozamánál) sokkal jobb teljesítményt kell, hogy elérjen. Egy ideig ez sikerült is nekik, aminek következtében a nyilvánosság figyelmének középpontjába kerültek, illetve áramlani kezdett hozzájuk a befektetők friss pénze. A cél teljesen jogos volt; sajnos azonban úgy tűnik, hogy komoly mennyiségű vagyon kezelése

esetén hasonlóan komoly mértékű kockázat felvállalása nélkül ez nem teljesíthető. És a kockázat viszonylag rövid időn belül az alap kezelői ellen kezdett dolgozni.

A „teljesítmény” jelenség számos körülménye arra kényszerített bennünket, akik sokéves - akár egészen az 1920-as évekig visszanyúló - piaci tapasztalattal rendelkezünk, és akiknek a nézeteit pontosan ugyanezen oknál fogva régimódinak és ehhez a (második) „új korszakhoz” már nem megfelelőnek tartották, hogy rosszat sejtve csóváljuk a fejünket. Először is az ilyen briliánsán teljesítők szinte mindegyike harmincas vagy negyvenes éveiben járó fiatalember volt, akiknek a közvetlen pénzügyi tapasztalatai kizárólag az 1948 és 1968 közötti, csaknem folyamatos bika piacra korlátozódtak. Másodsorban gyakran úgy tettek, mintha a „stabil és ígéretes befektetés” definíciója olyan részvény lenne, amely az elkövetkező néhány hónapban valószínűleg jó nagyot fog emelkedni a piacon. Ez ahhoz vezetett, hogy jelentős mértékben és olyan árfolyamon kötelezték el magukat az újabb vállalatok iránt, amely teljesen aránytalan volt azok eszközeivel vagy múltbeli eredményeivel. Ezeket a vételeket kizárólag az ezen vállalatok jövőbeli eredményeibe vetett naivhit vagy az alultájékozott és mohó nagyközönség spekulatív lelkesedésével való rosszhiszemű visszaélés „indokolhatta”.

Nem fogjuk ebben a részben konkrét emberek nevét említeni. Ám minden okunk megvan arra, hogy konkrét vállalatokkal példálózzunk. Egyértelműen az 1965 végén alapított Manhattan Fund, Inc. „teljesítményalap” állt a leginkább a nagyközönség figyelmének középpontjában. Első nyilvános kibocsátásán 27 millió darab részvényt ajánlott fel, részvényenként 9,25 és 10 dollár közötti áron. A vállalat 247 millió dollár tőkével kezdte meg működését. A hangsúly természetesen az árfolyamnyereségen volt. Pénzeszközök nagy részét olyan részvényekbe fektették, amelyek jelenlegi nyereségük sokszorosán forogtak, osztalékot nem (vagy csak nagyon keveset) fizettek, a spekulánsok elsődleges célpontjai voltak, és látványos árfolyammozgások jellemezték őket. Az alap összesen 38,6 százalékos hozamot ért el 1967-ben, szemben az S&P index 11 százalékos eredményével. Ám azt követően teljesítménye igen sok kivétlnivalót hagyott maga után, ahogy ezt a 9.2. táblázat is mutatja.

A Manhattan Fund portfóliója 1969 végén minden volt, csak konzervatív nem. Szinte hihetetlen, hogy legnagyobb értékben két olyan vállalatba fektettek be, amelyek hat hónapon belül csődeljárást kezdeményeztek saját magukkal szemben, egy harmadik ellen pedig hitelezői indították meg az eljárást 1971-ben. Hasonlóképpen szokatlan, hogy minimum az egyik ilyen halálra ítélt vállalat részvényeit nemcsak befektetési alapok, hanem egyetemi alapítványi alapok, nagy bankok vagyongazdálkodó részlegei és hasonló pénzügyi intézmények is vásárolták.* A harmadik rendkívüli tény: a Manhattan Fund alapító igazgatója több mint 20 millió dollárért eladta egy különálló befektetéskezelő vállalatban meglévő részesedését egy

* A Graham által hivatkozott egyik, halálra ítélt vállalkozás a National Student Marketing Corp., egy részvénytársaságnak álcázott átverés volt, amelynek tekervényes történetéről Andrew Tobias *The Funny Money Game* címmel zseniális könyvet írt (Playboy Press, New York, 1971). Az NSM karizmatikus alapítója, Cort Randell által az orruknál fogva vezetett, állítólag hozzáértő befektetők között találhattuk a Cornell és a Harvard alapítványi alapjait, illetve olyan nagy presztízzsel bíró bankok vagyongazdálkodó részlegeit, mint a Morgan Guaranty és a Bankers Trust.

A befektető és a befektetési alapok

9.2. táblázat: Egy teljesítményalap portfóliója és eredményei
(A Manhattan Fund portfóliójának jelentősebb papírjai, 1969. december 31.)

Részvények száma (ezer)	Részvény	Ár (dollár)	Nyereség 1969 (dollár)	Osztalék 1969 (dollár)	Piaci érték (millió dollár)
60	Teleprompter	99	0,99	nincs	6,0
190	Deltona	60,5	2,32	nincs	11,5
280	Fedders	34	1,28	0,35	9,5
105	Horizon Corp.	53,5	2,68	nincs	5,6
150	Rouse Co.	34	0,07	nincs	5,1
130	Mattel, Inc.	64,25	1,11	0,20	8,4
120	Polaroid	125	1,90	0,32	15,0
244"	Nat'l Student Mkt'g	28,5	0,32	nincs	6,1
56	Telex Corp.	90,5	0,68	nincs	5,0
100	Bausch & Lomb	77,75	1,92	0,80	7,8
190	Four Seasons Nuising	66	0,80	nincs	12,3 ^b
20	Int .Bus. Machines	365	8,21	3,60	7,3
41,5	Nat'l Cash Register	160	1,95	1,20	6,7
100	Saxon Ind.	109	3,81	nincs	10,9
105	Career Academv	50	0,43	nincs	5,3
285	King Resources	28	0,69	nincs	8,1
					130,6
			Egyéb törzsrészvény		93,8
			Egyéb vagyonelemek		19,6
			Összes befektetés ^c		244,0

³ A 2:1 -es arányú részvényfelaprózás után.

^b Kapcsolt vállalatok további 1,1 millió dollár értékű részvényeivel.

^c Pénzgyenértékesek nélkül.

Éves teljesítmény az S&P Composite indexszel összehasonlítva

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Manhattan Fund	- 6 %	+38,6%	-7,3 %	-13,3%	-36,9%	+ 9,6%
S&P Composite	-10,1%	+23,0%	+10,4%	- 8,3%	+ 3,5%	+13,5%

másik nagyvállalatnak; a tranzakció lebonyolításakor az eladott befektetéskezelő cég eszközei kevesebb mint 1 millió dollárnyi értéket képviseltek. Kétségkívül ez minden idők egyik legnagyobb aránytalansága a „vagyongkezelő” és a „kezelt vagyon” eredményei között.

Egy 1969 végén megjelent könyv² tizenkilenc olyan férfi portréját mutatta be, „akik több milliárd dollár értékben kezelik mások pénzét, és akik a legjobbnak bizonyultak ebben a megerőltető játékban”. Az összeállításból az is kiderült még róluk, hogy „fiatalok... némelyikük több mint évi egymillió dollárt keres... ők jelentik az új pénzügyi elitet... teljes mértékben megbúvólik a piacot... és értik a módját, hogyan kell a nyertesek közé tartozni.” Hogy legyen némi fogalmunk ennek a kiváló csoportnak a teljesítményéről, vizsgáljuk meg az általuk kezelt alapok nyilvánosságra hozott eredményeit. A *The Money Managers* című könyvben bemutatott tizenkilenc személy közül tizenkettő esetében elérhetőek ezek az eredmények. Nem meglepő módon jól muzsikáltak 1966-ban, és egészen kiválóan 1967-ben. A következő évben összességében még mindig elég jó volt a teljesítményük, ám az egyes alapok ekkor már vegyes képet mutattak. 1969-ben mindannyian veszteséget értek el, és csak egyiküknek sikerült valamivel jobban teljesítenie, mint az S&P indexnek. 1970-ben még az 1969-esnél is gyengébb eredményt értek el az indexhez képest.

Azért mondtuk el mindezt, hogy rámutassunk a tanulságra, amelyet a legjobban talán a régi francia szólás fejez ki: *Plus ça change, plus c'est la même chose* — vagyis minél inkább változik, annál inkább ugyanaz marad. Gyors felfogású, energiától duzzadó - jellemzően - fiatal emberek időtlen idők óta ígérik, hogy csodákat hajtanak végre „mások pénzével”. Egy ideig általában sikerül is nekik - vagy legalábbis képesek úgy tenni, mintha sikerült volna -, ám végül szükségszerűen veszteséget okoznak a nagyközönségnek.¹ Körülbelül fél évszázaddal ezelőtt a „csodákat” gyakran égbekiáltó manipulációk, megtévesztő vállalati jelentések, botrányos tőkeszerkezet és más, többé-kevésbé a csalás kategóriájába tartozó praktikák kísérték. Mindez a pénzügyi ellenőrzések gondosan kidolgozott rendszerének a SEC általi bevezetését eredményezte, a nagyközönséget pedig egyre inkább a részvényekkel szembeni rendkívüli óvatosság kezdte jellemezni. Az új „vagyongkezelők” 1965 és 1969 közötti működése alig több mint egy generációval az 1926 és 1929 között ügylődő svindliseké után zajlott.² Az 1929-es válság után betiltott törvényellenes

* A „minél inkább változik, annál inkább ugyanaz marad” igazságát bizonyítandó nézzünk egy friss példát. Ryan Jacob, egy 29 éves csodagyerek 1999 végén megalapította a Jacob Internet Fundot, miután előző dotkom alapjával 216 százalékos hozamot sikerült produkálnia. A befektetők 2000 első heteiben közel 300 millió dollárt pumpáltak Jacob alapjába, amelynek ezt követően még ugyanabban az évben sikerült 79,1 százalékot, 2001-ben 56,4 százalékot, majd 2002-ben további 13 százalékot zuhannia - s így összességében értéke 92 százalékát elveszítenie. Egy ilyen mértékű veszteség Jacob úr befektetőit talán még nála is öregebbé és bölcsebbé tették.

** Rendkívül érdekes módon az 1999 és 2002 közötti katasztrofális fellendülés és összeomlás is durván 35 évvel az elmebaj előző ciklusa után következett be. Elképzelhető, hogy körülbelül 35 évre van szükség ahhoz, hogy az előző „új gazdaság” rögeszméjére még emlékező befektetők elveszítsék befolyásukat azokkal szemben, akiknek életkoruknál fogva minderről nem lehetnek emlékeik. Ha ez a megérzésünk helyesnek bizonyul, akkor az intelligens befektetőnek 2030 körül különösen ébernek kell lennie.

cselekedetekhez többé már nem folyamodtak, a börtönbüntetés kockázata miatt. Ám a Wall Streeten lépten-nyomon újabb és újabb trükkök születtek, amelyek végül is igen hasonló eredményekkel jártak. A leplezetlen ármanipuláció ugyan megszűnt, de számos más megoldás kínálkozott arra, hogy felhívják a rászédhető nagyközönség figyelmét a „felkapott” részvényekben rejlő profitlehetőségekre. „Korlátozott részvények”³ egész pakettjeit lehetett mélyen a piaci ár alatt megkapni, igaz, hogy ezekre a nyilvánossággal nem közölt értékesítési korlátozások voltak érvényben; a jelentésekben azonnal teljes piaci értéken lehetett ezeket a papírokat szerepeltetni, csinos és illuzórikus nyereséget mutatva ki ezáltal. Hosszan sorolhatnánk az ilyen példákat. Lenyűgöző, ahogy a Wall Streetnek egy teljesen más szabályozói környezetben is sikerült produkálnia az 1920-as évek túlzásainak és hibáinak jelentős részét.

Kétségtől lesznek új szabályozások és új tilalmak. Az 1960-as évek második felének konkrét visszaéléseit megfelelő módon kitiltják majd a Wall Streetről. Ám arra minden bizonnyal hiába várunk, hogy a befektetők spekuláció iránti belső készítetése valaha is eltűnik, illetve a más emberek ilyen belső készítetésével való visszaélést valaha is büntetni fogják. Az intelligens befektető fegyvertárának részét képezi, hogy tisztában van ezekkel a „rendkívül népszerű megtévesztésekkel”,⁴ és amennyire csak lehetséges, távol tartja magát tőlük.

A teljesítményalapok többségéről kialakított kép rendkívül kedvezőtlennek válik, ha az 1967-ben elért látványos eredményük *után* vizsgáljuk meg őket. Ha azonban az 1967-es számaikat is figyelembe vesszük, akkor összteljesítményük egyáltalán nem katasztrofális. Így nézve a „The Money Managers” alapkezelők egyike határozottan felülmúlta az S&P indexet, hárman közülük egyértelműen gyengébben muzsikáltak, míg hatan körülbelül ugyanolyan eredménnyel büszkélkedhetnek, mint a piac. Ellenőrzésképpen nézzük meg a teljesítményalapok egy másik csoportját - az 1967-ben legjobb eredményt elérő tíz alapot, amelyeknek az ebben az évben elért árfolyamnyeresége 84 és 301 százalék közé esett. Amennyiben az 1967-es nyereségüket is figyelembe vesszük, a tízből négynek sikerült az S&P indexnél jobb négyéves teljesítményt felmutatnia, sőt kettő még 1968-1970-ben között is felül tudta múlni az indexet. Egyik ilyen alap sem volt nagy, átlagos méretük 60 millió dollár körül volt. Így minden jel arra mutat, hogy a kisebb méret a tartósan kitűnő eredmények szükséges feltétele.

Az előbb elmondottakból hallgatólagosan következik, hogy különös kockázattal járhat, ha a befektetési alapkezelők kiváló teljesítményt kívánnak elérni. A napjainkig megszerzett pénzügyi tapasztalatunk azt mondatja velünk, hogy a kellő megfontoltsággal kezelt nagy alapok többéves időtávon legfeljebb a piaci átlagnál kissé jobb eredményeket tudnak elérni. Ha azonban a szükséges óvatosság nélkül kezelik őket, akkor ideig-óráig ugyan látványos, ám nagyrészt illuzórikus profitot termelhetnek, amit szükségszerűen végzetes veszteségek fognak követni. Léteznek olyan alapok, amelyek mondjuk tíz éven vagy még hosszabb időn keresztül állandóan felülteljesítették a piaci átlagokat. Ám ezek ritka kivételek, amelyek műveleteik nagy részét speciális területeken végezték, saját maguk

Az intelligens befektető

által korlátozva a befektetett tőke mennyiségét - s ezek a befektetési társaságok a nyilvánosság számára jellemzően nem voltak elérhetők."

Zártvégű kontra nyíltvégű alapok

Szinte az összes nyíltvégű befektetési alap, amely lehetőséget ad a befektetési jegyek tulajdonosainak, hogy azokat a portfólió aznapi értékén visszaváltsák, megfelelő gépezettel rendelkezik az új befektetési jegyek értékesítésére. Ez is hozzájárult ahhoz, hogy a többségük mérete jelentősen megnövekedett az évek során. A zártvégű alapok, amelyek szinte mindegyikét hosszú évekkel ezelőtt alapították, rögzített tőkeszerkezettel rendelkeznek, és így dollárban mért viszonylagos fontosságuk folyamatosan csökken. A nyíltvégű alapokat több ezer energikus és megnyerő modorú ügynök értékesíti, míg a zártvégű alapok részvényeinek terítésében senki sem különösebben érdekelt. Ebből az következik, hogy a nyíltvégű alapok többségét a nettó eszközérték 9 százalékos körüli fix prémiumával lehet értékesíteni a nagyközönség számára (hogy ebből fedezzék például az ügynökök jutalékát), míg a zártvégű alapok részvényeinek többsége jellemzően eszközértékük *alatt* megszerezhető. A diszkont alaponként eltérő, és átlagos mértéke is időről időre változik. Az idevágó, 1961 és 1970 közötti adatokat a 9.3. táblázat tartalmazza.

Nem igényel különösebb éleslátást azt feltételezni, hogy a zártvégű alapoknak a nyíltvégűekhez képest relatíve alacsonyabb ára nem a két csoport befektetési eredményei közötti különbségnek tudható be. Ennek a megállapításnak a helyességét bizonyítja a két csoport 1961 és 1970 közötti éves eredményeinek az összehasonlítása, amit szintén a 9.3. táblázatban találunk.

Ezzel elérkeztünk a befektetők választásaival kapcsolatban adható kevés kézzelfogható szabály egyikéhez. Ha befektetési alapba szándékozunk tenni a pénzünket, inkább vásároljuk meg a zártvégű alapok részvényeinek egy csoportját az eszközértékhez viszonyított, mondjuk, 10-15 százalékos diszkonttal, mintsem hogy kifizessük a nettó eszközérték feletti körülbelül 9 százalékos prémiumot a nyíltvégű alap papírjaiért. Feltételezve, hogy a jövőbeli osztalékok és az eszközértékek változásai továbbra is nagyjából egyezők lesznek a két csoportban, körülbelül ötödével többet kapunk a pénzünkért a zártvégű alapok részvényeibe fektetve.

A nyíltvégű befektetési alap értékesítője gyorsan megpróbálja cáfolni ezt az alábbi érveléssel: „Oh, de ha zártvégű alapok papírjait tartja, akkor soha nem tudhatja, hogy milyen áron tudja eladni azokat. A diszkont a jelenleginél akár nagyobb is lehet, és a vételi és az eladási ár közötti nagyobb különbség hátrányosan fogja érinteni. A nyíltvégű alapok befektetési jegyeit garantáltan az eszközérték 100 százalékán, annál sohasem kevesebért válthatja be." Vizsgáljuk meg kicsit közelebbről ezt az indoklást; logikus gondolkodást és némi józan ész igénylő,

* Graham „ritka kivételeinek” mai megfelelői az új befektetők elől elzárt nyíltvégű befektetési alapok - vagyis azok, amelyek már nem vonnak be további pénzt. Ez ugyan csökkenti a beszédhető alapkezelői díjakat, ám a lehető legjobban növeli a jelenlegi részvényesek által elérhető hozamokat. Mivel az alapkezelők többsége számára csak vágyálom, hogy az ő alapjuk legyen a piacon a legjobb, az új befektetők kirekesztése az alából ritka és rendkívül bátor lépés.

A befektető és a befektetési alapok

kiváló feladat lesz. Kérdés: Feltételezve, hogy a zártvégű befektetési alapok részvényeinek diszkontja megnövekszik, mennyire valószínű, hogy rosszabbul járunk ezekkel a papírokkal, mint a nyíltvégű alapok részvényeinek egyébként azzal egyenértékű vételével?

9.3. táblázat *Zártvégű és nyíltvégű befektetési alapok, illetve az S&P index összehasonlítása*

<i>Év</i>	<i>Zártvégű alapok átlagos diszkontja (%)</i>	<i>Zártvégű alapok átlagos eredménye (%)¹</i>	<i>Nyíltvégű alapok átlagos eredménye (%)^b</i>	<i>Az S&P index eredménye (%/</i>
1970	-6	ugyanannyi	-5,3	+3,5
1969		-7,9	-12,5	8,3
1968	(+7) d	+13,3	+15,4	+10,4
1967	-5	+28,2	+37,2	+23,0
1966	-12	-5,9	-4,1	-10,1
1965	-14	+14,0	+24,8	+12,2
1964	-10	+16,9	+13,6	+14,8
1963	-8	+20,8	+19,3	+24,0
1962		-11,6	-14,6	-8,7
1961	-3	+23,6	+25,7	+27,0
Tízéves átlagértékek		+9,14%	+9,95%	+9,79%

¹Tíz diverzifikált befektetési társaság Wiesenberger-átlaga.

^bRészvényalapok öt Wiesenberger-átlagának átlaga az egyes években.

^dMinden esetben az osztalékok hozzáadásával.

^ePrémium.

Egy kis matematikára lesz szükségünk. Tegyük fel, hogy A befektető az eszközérték 109 százalékán vásárol nyíltvégű alapok részvényeiből, B befektető pedig annak 85 százalékán és 1,5 százalék jutalékért vásárolja valamilyen zártvégű alap papírjait. Mindkét részvénycsoport az eszközérték 30 százalékát éri el és fizeti ki eredményként az elkövetkező, mondjuk, négy év alatt, és a kezdetivel megegyező értéken zárnak. Az A befektető 100 százalékos értéken váltja vissza részvényeit, elveszítve ezzel az általa megfizetett 9 százalékos prémiumot. Az időszak alatti teljes hozama az eszközérték 30 mínusz 9, azaz 21 százaléka. Ez a befektetett tőkéhez viszonyítva 19 százalékot jelent. Milyen árfolyamon kell eladnia B befektetőnek a zártvégű alap papírjait, hogy ugyanakkora hozamot érjen el befektetésével, mint A befektető? A válasz: 73 százalékon, vagyis az eszközértékhez képest 27 százalék diszkonttal. Másképpen úgy is fogalmazhatunk, hogy a zártvégű alap befektetője a piaci diszkont 12 pontos (körülbelül duplájára való) növekedését is elszenvedheti, mielőtt hozama a nyíltvégű alapot választó társáénak szintjére csökkenne. Ilyen nagyságrendű negatív változás ritkán vagy talán soha nem fordult még elő a zártvégű alapok történelmében. Így nagyon valószínűtlen, hogy egy (átlagos)

Az intelligens befektető

zártvégű alap diszkonttal vásárolt papírján alacsonyabb összhozamot érhetünk el, amennyiben az alap befektetési teljesítménye nagyságrendileg megegyezik az átlagos nyíltvégű alapéval. Amennyiben kismértékű vételi jutalékot (vagy azt egyáltalán nem) felszámító alapra cseréljük a szokásos 8,5 százalékos prémiummal dolgozó alapot, akkor a zártvégű befektetés előnye természetesen olvad, de megmarad.

9.4. táblázat: *Diverzifikált zártvégű alapok átlageredményei, 1961-1970^a*

	1970 (%)	5 év, 1966-1970 (%)	Tíz év, 1961-1970 (%)	Prémium vagy diszkont 1970 decemberében
Három, prémiummal értékesített alap	-5,2	+25,4	+115,0	11,4% prémium
Tíz, diszkonttal értékesített alap	+1,3	+22,6	+102,9	9,2% diszkont

^aA Wiesenberger Financial Services adatai.

A tény, hogy egyes zártvégű alapok papírjait a nyíltvégű befektetési alapok 9 százalékos díját meghaladó *prémiummal* értékesítik, újabb kérdést vet fel a befektetőnek. Ezek a prémium befektetési társaságok vajon kimutathatóan kiváló vagyonekezelői teljesítményt nyújtanak, ami indokolhatja magas árukat? Ha az elmúlt öt- vagy tízéves időszakban elért eredményeik összehasonlításától reméljük a választ, akkor az egyértelmű nemnek tűnik. A hat prémium társaság közül három főként külföldi befektetésekkel rendelkezik. Ezek szembevetésére jellemző az az elmúlt néhány esztendő során megfigyelhető nagy árfolyam-ingadozás; 1970 végén egyikük korábbi árfolyamcsúcsának csak negyedén, egy másik annak harmadán, szintén egy másik annak felén forgott. Ha a három hazai, az eszközérték felett forgó társaságot tekintjük, azt látjuk, hogy tízéves összhozamuk átlaga valamivel meghaladta a diszkonttal forgó tíz alapét, ám az elmúlt öt évre már ennek éppen az ellenkezője igaz. A 9.5. táblázat a legrégebbi és legnagyobb amerikai zártvégű alapok közé sorolható Lehman Corp. és General American Investors 1961 és 1970 közötti eredményeinek összehasonlítását mutatja. Az időszak végén egyikük 14 százalékkal a nettó eszközérték felett, a másik pedig 7,6 százalékkal az alatt forgott. Ezek a számok nem támasztják alá a nettó eszközérték és az ár (diszkont/ prémium) közötti kapcsolat terén kialakult különbséget.

9.5. táblázat: *Két vezető zártvégű befektetési társaság összehasonlítása^a*

	1970 (<%)	5 év, 1966-1970 (%)	Tíz év, 1961-1970 (%)	Prémium vagy diszkont 1970 decemberében
General Am. Investors Co.	-0,3	+34,0	+165,6	7,6% diszkont
Lehman Corp.	-7,2	+20,6	+108,0	13,9% prémium

^aA Wiesenberger Financial Services adatai.

Kiegyensúlyozott alapokba történő befektetés

A Wiesenberger-jelentésben szereplő 23 kiegyensúlyozott alap eszközei 25-59 százalékát tartja elsőbbségi részvényekben és kötvényekben (az ilyen értékpapírok átlagos súlya csupán 40 százalék ezen alapok esetében), a fennmaradó összeget pedig részvényekbe fektetik. Logikusabbnak tűnhet a tipikus befektető számára, ha kötvénytípusú befektetéseit közvetlenül, nem pedig befektetési alapon keresztül intézi. A kiegyensúlyozott alapok átlagos jövedelemhozama 1970-ben csupán évi 3,9 százalékra rúgott, ami a vételi jutalék figyelembevételével már csak 3,6 százalékot tett ki. Az amerikai takarékkötvények, az A vagy magasabb besorolású vállalati kötvények vagy akár az adómentes kötvények is mind jobb választást jelentenek a befektető portfóliójának kötvény komponenséhez.

Kommentár a 9. fejezethez

A tanár megkérdezi Billy Bobot, Ha van tizenkét birkád, és az egyik átugrik a kerítésen, hány birkád marad?"

Billy Bob így válaszol: „Egy sem”

„Úgy látszik - mondja a tanár -, nem ismered aki vonást.”

„Lehet - vág vissza Billy Bob - de a birkáimat piszok jól ismerem.”

(Rég' texasi vicc)

Szinte tökéletes

A tisztán amerikai találmánnyal, a befektetési alappal 1924-ben állt elő a korábban alumíniumedényekkel ügynökölő Edward G. Leffler. A befektetési alap viszonylag olcsó, nagyon kényelmes, jellemzően diverzifikált, professzionálisan kezelt, ugyanakkora szövetségi értékpapírtörvények legszigorúbb rendelkezéseinek megfelelően aprólékosan szabályozott befektetési forma. A befektetést szinte mindenkinek egyszerűen elérhetővé és megfizethetővé tévő alapok mintegy 54 millió amerikai családot (és szertea világban tovább jó néhány millió embert) vonzottak a pénzügyek ezen területére - ez alighanem a pénzügyi demokrácia által valaha is elért legnagyobb eredmény.

Ám a befektetési alapok sem tökéletesek; *szinte* tökéletesek ugyan, ám ez az egyetlen aprócska szó igen nagy különbséget okoz. Tökéletlenségeik miatt az alapok többsége alulteljesíti a piacot, túlzott díjakkal terheli a befektetőket, adózási problémákat eredményeznek, teljesítményük pedig kiszámíthatatlan ingadozásokat kénytelen elszenvedni. Az intelligens befektetőnek kellő óvatossággal kell válogatnia közülük, nehogy a végén egy rakás vacak alap legyen a birtokában.

A listák élén

A legtöbb befektető egyszerűen megvásárol egy gyorsan emelkedő alapot, mert azt gondolja, hogy annak árfolyama a jövőben is tovább növekszik. És miért is ne? Pszichológusok kimutatták, hogy az embereknek veleszületett hajlamuk van azt hinni, hogy rövid távú eredményekből hosszú távú következtetéseket lehet levonni. Mi több, saját tapasztalatainkból tudjuk, hogy egyes vízvezeték-szerelők sokkal jobbak, mint mások, bizonyos hokijátékosok sokkal nagyobb valószínűséggel ütnek gólt, mint mások, a kedvenc éttermünkben folyamatosan kiváló minőségű ételeket szolgáltatnak fel, és az okos

Kommentár a 10. fejezethez

gyerekek állandóan jó jegyeket kapnak az iskolában. A tudást, az észet és a szorgalmat mindenki elismeri, díjazza - és azok jellemzően meghozzák a maguk gyümölcsét. Így, ha egy alap egyszer legyőzi a piacot, akkor megérzésünk azt súgja, hogy várhatóan tovább folytatja a felülteljesítést.

Sajnos a pénzügyi piacokon a szerencse sokkal fontosabb, mint a tudás. Ha egy alapkezelő a megfelelő időben éppen a piac megfelelő oldalán áll, nagyszerűnek fog tűnni - ám mint mindig, ami forró volt, az hirtelen lehűl, az alapkezelő intelligenciá-hányadosa pedig, úgy tűnik, hogy 50 pontot zuhan. A 9.7. ábrán láthatjuk, hogy mi történt 1999 legfelkapottabb alapjaival.

Ez megint csak arra kell, hogy emlékeztessen bennünket, hogy a piac legforróbb szektora - amely 1999-ben történetesen a technológiai iparág volt - sok esetben villámgyorsan és bárminemű figyelmeztetés nélkül tud éppolyan hideggé válni, mint a folyékony nitrogén.¹ És azt is emlékeztetünkbe vési, hogy pusztán a múltbeli teljesítményük alapján befektetési alapot vásárolni az egyik legostobább dolog, amit a befektető elkövethet. A pénzügyi kutatók legalább fél évszázada vizsgálják a befektetési alapok teljesítményét, és az alábbi megállapításokban gyakorlatilag mindannyian egyetértenek:

- Az átlagos alap nem tudja a részvényeket elég jól kiválogatni ahhoz, hogy képes legyen ellentételezni a kutatásukra és kereskedésükre fordítandó költségeit.
- Minél magasabbak az alap költségei, annál alacsonyabb a hozama.
- Minél gyakrabban kereskedik egy alap a részvényeivel, annál kevesebbet szokott keresni rajtuk.
- A nagyon volatilis alapok, amelyek az átlagnál nagyobb mértékben pattannak fel és le, várhatóan a jövőben is volatilisak maradnak.
- A magasabb múltbeli hozamokat elérő alapok nem valószínű, hogy hosszú távon is a nyertesek között maradnak.²

Körülbelül akkora sanszuk van a múltbeli teljesítményük alapján kiválasztani a jövőben majd a legjobb eredményt nyújtó alapokat, mint annak, hogy a következő kerti partinkra rózsaszínű balettszoknyában besétál egy jetti és egy himalájai majomember. Úgy is mondhatjuk, hogy ennek esélye nem nulla ugyan - de igen közel áll hozzá. (Lásd a 209. oldalon lévő keretes írást.)

Vannak azért jó híreink is. Először is, ha megértjük, hogy miért olyan nehéz jó befektetési alapot találni, intelligensebb befektetővé válhatunk. A második jó hír: bár a múltbeli teljesítmény nem igazán alkalmas a jövőbeli hozamok becslésére, igenis léteznek olyan tényezők, amelyek megnövelhetik esélyeinket arra, hogy jó befektetési

1 Szinte bármilyen létező iparág esetén találhatunk arra szakosodott alapokat - az ilyen befektetési társaságok már az 1920-as években megjelentek a piacon. Közel 80 éves történelmük alapján egyértelműen megállapítható: egy adott év legjövődélmezőbb és éppen ezért legnépszerűbb iparága a következő évben gyakran a sereghajtók között kullog. Ahogy tétlen kéznek az ördög a munkaadója, az iparági alapok is a végzet szerepét töltik be a befektető számára.

2 A befektetési alapok teljesítményével foglalkozó kutatás túl terjedelmes ahhoz, hogy közöljük. Kiváló összefoglalót és hasznos hivatkozásokat találunk az alábbi oldalakon: www.investorhome.com/mutual.htm#do, www.ssrn.com (írjuk be a keresési mezőbe „mutual fund” kifejezést) és www.stanford.edu/~wfsarpe/art/art.htm.

9.1. ábra: A „Pusztíts és rombolj” alapok klubja

Alap	Teljes hozam				1999.01.01.-jén befektetett 10000 dollár értéke 2002.12.31.-én
	1999	2000	2001	2002	
Van Wagoner Emerging Growth	291,2	-20,9	-59,7	-64,6	4419
Monument Internet	273,1	-56,9	-52,2	-51,2	3756
Amerindo Technology	248,9	-64,8	-50,8	-31,0	4175
PBHQ Technology & Communications	243,9	-43,7	-52,4	-54,5	4198
Van Wagoner Post-Venture	237,2	-30,3	-62,1	-67,3	2907
ProFunds Ultra OTC	233,2	-73,7	-69,1	-69,4	829
Van Wagoner Technology	223,8	-28,1	-61,9	-65,8	3029
Thurlow Growth	213,2	-56,0	-26,1	-31,0	7015
Firsthand Technology Innovators	212,3	-37,9	-29,1	-54,8	6217
Janus Global Technology	211,6	-33,7	-40,0	-40,9	7327
Wilshire 5000 index (teljes részvénytőpiac)	23,8	-10,9	-11,0	-20,8	7780

Forrás: Lipper

Megjegyzés: A Monument Internet alapot a későbbiekben Orbitex Emerging Technologyra nevezték át.

Eza 10 alap az 1999-ben legjobban teljesítő alapok közé tartozott - sőt, valójában minden idők legjobb éves teljesítményeit nyújtották. Ám a következő három év során nemcsak az 1999-es óriási nyereségüket, hanem befektetőik vagyonának jó részét is sikerült elveszíteniük.

alapot találjunk. Végül, de nem utolsósorban, egy alap akkor is rendkívül értékes lehet számunkra, hanem sikerül túlszárnyalnia a piacot - hiszen olcsó és kényelmes módszert kínál befektetéseink diverzifikálására, és rengeteg időt megspórol számunkra, amit saját részvényeink kiválasztása helyett élvezetesebben is eltölthetünk.

Elsőből lesznek az utolsók

Miért nem tudnak a sikeres alapok megragadni a nyertesek között?

Minél jobban teljesít egy alap, annál több nehézséggel kénytelenek szembesülni a befektetői:

Távozó alapkezelők. Amikor úgy tűnik, hogy egy, a részvényeket kiválogató alapkezelő kezében minden arannyá változik, hirtelen mindenki őt akarja - köztük a versenytárs befektetési alapok is. Ha valaki azért vásárolta a Transamerica Premier Equity Fund befektetési alapjait, hogy az 1997 során 47,5 százalékos nyereséget elérő Glen Bickerstaff képességeit kihasználva fialtassa pénzét, gyorsan ráfázott; a TCW ugyanis Bickerstaffot 1998 közepén átcsábította, hogy a TCW Galileo Select Equities Fund vezető alapkezelője legyen, és a Transamerica alap a következő négy évből háromban csak kullogott a piac után. Ha 2000 elején a Fidelity Aggressive Growth Fund nevű növekedési alapba fektettünk, hogy mi is részesedjünk az Erin Suliivan által elért magas hozamokból, aki 1997 óta közel megháromszorozta részvényesei pénzét, csalódnunk kellett: 2000-ben kilépett a cégtől, hogy elindítsa saját fedezeti alapját, a korábban általa kezelt alap pedig értéke több mint háromnegyedét elvesztette az elkövetkező három év alatt.³

Elefántkóros eszközök. Ami kor egy alap magas hozamot ér el, a befektetők felfigyelnek rá - és sokszor csupán néhány héten belül több száz millió dollár friss tőke áramlik bele. Az alapkezelő ekkor döntéskényszerbe kerül - és egyszerűen nem tud jó döntést hozni. A nehéz időkre gondolva biztonságba teheti a pénzt, ám az alacsony pénzügyi hozamok elcsúfítják az alap eredményeit, ha a részvények továbbra is felfelé tartanak. A friss pénzt befektetheti a már jelenleg is a tulajdonában lévő részvényekbe - amelyek árfolyama minden bizonnyal felment, amióta eredetileg megvette azokat, és veszélyesen túlértékeltté válhatnak, ha további dollármilliókat pumpál beléjük. Vagy vásárolhat új részvényeket, amelyeket eddig nem talált elég vonzónak ahhoz, hogy a portfóliójában tartsa őket - ám ebben az esetben a nulláról indulva kell ilyen papírokat felkutatnia, és a korábbinál sokkal több vállalatot kell majd folyamatosan szemmel tartania.

Gondoljunk csak bele, hogy amikor a 100 millió dollárt kezelő Nimble Fund eszközeinek 2 százalékát (azaz 2 millió dollárt) az 500 millió dolláros piaci kapitalizációval rendelkező Minnow Corp. részvényeibe fekteti, akkor a vállalat kevesebb mint fél százalékát vásárolja meg. Ám ha kiváló teljesítménye nyomán 10 milliárd dollárra duzzad a Nimble Fund által kezelt vagyon összege, akkor az eszközeinek 2 százalékát kitevő befektetés 200 millió dollárt jelent - ami közel fele a Minnow teljes piaci értékének, és olyan szintű érdekeltség, amelyet az amerikai jogszabályok nem is tesznek lehetővé.

³ Ezzel nem azt kívánjuk mondani, hogy az alapok jobban teljesítettek volna, ha „sztárként tündöklő” alapkezelők a helyükön maradtak volna; biztonsággal csak azt jelenthetjük ki, hogy a két alap nélkülük gyengén muzsikált.

Kommentár a 10. fejezethez

Ha a Nimble alapkezelője továbbra is kis részvényeket kíván a portfóliójában tartani, akkor sokkal több vállalat között kell majd szétosztania pénzét- és valószínűleg ezzel együtt a figyelme is túl sok papír között fog megoszlan.

Pünkösdi királyság. Egyes társaságok arra szakosodnak, hogy alapjaikat a nyilvánosság kizárásával „kezelgessék”-titokban próbálgassák, még mielőtt a nagyközönségnek értékesítenék őket. (Az ilyen alapok részvényesei jellemzően csak az alapkezelő társaság alkalmazottai és leányvállalatai lehetnek.) Kicsiny méretük megtartása lehetővé teszi, hogy az alapkezelő kísérleti nyúlként használja őket olyan kockázatos stratégiák tesztelésére, amelyek kis pénztőke esetén működnek a legjobban - ilyen például a valóban kicsiny részvények vásárlása vagy az elsődleges nyilvános kibocsátásokon vett részvények villámgyors értékesítése. Ha stratégiája sikeresnek bizonyul, privát eredményeinek nyilvánosságra hozása után az alap a befektetők egész tömegét fogja vonzani. Más esetekben az alapkezelő „lemond” a kezelési díjairól, hogy ezzel is növelje a nettó hozamot - majd később, miután a magas hozam elegendő ügyfelet vonzott, újra felszámítja azokat. Az így „kinevelt” és a díjmentesített alapok hozamai a későbbiekben, miután a külsős befektetők dollármilliókat pumpáltak beléjük, szinte kivétel nélkül a közepszerűségbe süllyednek.

Emelkedő költségek. Gyakran a nagy részvénytöredékekkel költségesebb kereskedni, mintegy kisebb csomaggal; mivel kevesen kereskednek ilyen volumenben, nehezebb az ügylet másik oldalán lévő, megfelelő vevőt vagy eladót megtalálni. A 100 millió dollár értékű eszközt kezelő alapok évente úgy egyszázaléknyi kereskedési költséget fizethetnek. Ám ha magas hozamai eredményeképpen az alap befektetői gombamód szaporodnak, és az általa kezelt vagyont eléri a 10 milliárd dollárt, az ügyletek költségeként eszközei akár 2 százalékát is könnyen kifizetheti. Az alapok jellemzően csak 11 hónapig tartanak egy adott részvényt, így a kereskedési költségek maró savként emészik fel hozamukat. Mindeközben az eszközértéknövekedésével a legtrikább esetben csökkennek az alap egyéb működési költségei - sőt, esetenként inkább nőnek. Az átlagosan 1,5 százalékra rúgó működési költségek és a 2 százalék körüli kereskedési költségek azt eredményezik, hogy a tipikus alapnak évente 3,5 százalékponttal felül kell teljesítenie a piacot pusztán ahhoz, hogy ugyanakkora hozamot érjen el!

Birkamódra viselkedő alapkezelők. Végül, ha egy alap sikeres lesz, alapkezelői hajlamosak elbátortalanodni, és minden eredetiségüket elveszíteni. Ahogy növekszik az alap, úgy lesznek egyre jelentősebbek a díjbevételei - s alapkezelői egyre inkább szeretnék elkerülni azt, hogy a fürdővízzel együtt a gyereket is kiöntsék. Ugyanazok a kockázatok, amelyeket az alapkezelők a kezdeti magas hozamok elérése érdekében hajlandók voltak vállalni, most már elűznék a befektetőket - ami a zsiros díjbevételek végét jelentené. Ezért a legnagyobb alapok egyforma és túltáplált birkákból álló nyájra emlékeztetnek, ahol minden állat tömött sorokban, lomhán mozog, és egyszerre béget. Szinte az összes növekedési alap tart Cisco- és GE- és Microsoft- és Pfizer- és Wal-Mart-részvényeket - s teszi ezt ráadásul majdnem ugyanolyan súlyokkal. Ez a viselkedés annyira

Kommentár a 10. fejezethez

jellemző, hogy a pénzügyi szakemberek egyszerűen csordaszellemként hivatkoznak rá.⁴ Am saját díjbevételeik védelmében az alapkezelők veszélyeztetik azon képességüket, hogy kiváló hozamokat produkáljanak külsős befektetőiknek.

Jelentős költségeik és nem megfelelő viselkedésük miatt az alapok többsége képtelen megkeresni a rezsirevalót. Nem csoda, hogy a magas hozamok olyan rövid életűek, mint a hűtés nélkül tartott hal. Mi több, túlzott költségeik az idő múlásával egyre mélyebbre és mélyebbre taszítják ezeket az alapokat (lásd 9.2. ábra)

9.2. ábra: Az alapok teljesítményének legyezője

2002. december 31-én visszatekintve, hány amerikai részvényalapnak sikerült felülmúlnia a Vanguard 500 indexalap teljesítményét?

Egy év alatt:

2423 alapból 1186 (vagyis 48,9%)

Három év alatt:

1944 alapból 1157 (vagyis 59,5%)

Öt év alatt:

1494 alapból 768 (vagyis 51,4%)

Tíz év alatt:

728 alapból 227 (vagyis 31,2%)

Tizenöt év alatt:

445 alapból 125 (vagyis 28,1%)

Húsz év alatt:

248 alapból 37 (vagyis 14,9%)

Forrás: Lipper, Inc.

4 Még egy tanulsága van a fentieknek: a siker érdekében az egyéni befektetőnek kerülnie kell, hogy ugyanazokat a kedvelt részvényeket vásárolja meg, amelyeket a hatalmas intézményi befektetők már kiválasztottak maguknak, vagy sokkal türelmesebben tartsa azokat. Lásd Erik R. Sirri és Peter Tufano, „Costly Search and Mutual Fund Flows” *The Journal of Fináncé*, vol. 53, no. 8, 1998. október, 1589-1622. oldal; Keith C. Brown, W. V. Harlow és Laura Starks, „Of Tournaments and Temptations”, *The Journal of Fináncé*, vol. 51, no. 1, 1996. március, 85-110. oldal; Josef Lakonishok, Andrei Shleifer és Róbert Vishny, „What Do Money Managers Do?” tanulmány, University of Illinois, 1997. február; Stanley Eakins, Stanley Stansell és Paul Wertheim, „Institutional Portfolio Composition”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 38, no. 1, 1998. tavasz, 93-110. oldal; Paul Gompers és Andrew Metrick, „Institutional Investors and Equity Prices”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, no. 1, 2001. február, 229-260. oldal.

5 Elképesztő módon ez az ábra ráadásul *alulbecsüli* az indexalapok előnyét, mivel az adatbázis, amely alapján készítették, nem tartalmazza az ezen időszakok során a semmibe vesztett alapok százainak eredményeit. Pontosabb számítások esetén az indexkövetés előnye még meggyőzőbb lenne.

Kommentár a 10. fejezethez

Mit tegyen hát az intelligens befektető?

Mindenekelőtt ismerje fel, hogy egy indexalap - amely folyamatosan a piacon lévő összes részvényt portfóliójában tartja, továbbá nem akarja azt a látszatot kelteni, hogy képes kiválasztani a legjobbakat, és elkerülni a legrosszabbakat - hosszú távon felül fogja teljesíteni a legtöbb alapot. (Amennyiben munkaadónknál a nyugdíj-takarékosági számlánkon nem választhatunk alacsony költségű indexalapot, fogjunk össze kollégáinkkal, és petícióban kérjük, hogy tegyenek elérhetővé egy ilyet.) Rendkívül alacsony költségeik - az éves szinten 0,2 százalékos működési és csupán 0,1 százalékos kereskedési költségek - utolérhetetlen előnyt biztosítanak az indexalapoknak. Ha a részvények, mondjuk, 7 százalékos éves hozamot érnek el a következő 20 évben, akkor egy olyan alacsony költségű indexalap, mint például a Vanguard Total Stock Market, valamivel kevesebb mint 6,7 százalékos hozamot fog hozni. (Ez 36 000 dollárra növelne egy 10000 dollár kiinduló értékű befektetést.) Ám az átlagos részvényalap az 1,5 százalékos működési költségével és nagyjából 2 százalékos kereskedési költségeivel szerencsésnek mondhatja magát, ha éves szinten 3,5 százalékos hozamot elér. (Ez kevesebb mint 20000 dollárra növelné a kezdeti 10000-et - ami *majdnem 50 százalékkal kevesebb*, mint az indexalap eredménye.)

Az indexalapok egyetlen komoly hátránnyal bírnak. Unalmasak. Soha nem fogunk tudni egy kerti partin azzal hancegni, hogy Amerika legjobban teljesítő alapja a miénk. Soha nem dicsekedhetünk azzal, hogy legyőztük a piacot, mert egy indexalapfeladata az, hogy pontosan a piaci hozamot érje el, nem pedig az, hogy megpróbálja túlszárnyalni azt. Az indexalapunk kezelője nem valószínű, hogy „kockát vet” és arra játszik, hogy a következő sztáriparág a teleportálás, a „kapard-és-szagold” weboldalak, vagy éppen a telepatikus fogyasztóklubok lesznek; az alap mindig az összes részvényből tartani fog, nem csupán az alapkezelője által a következő sikertörténetek vélt papírokat vásárolja. Ám ahogy az évek múlnak, az indexkövetés költségelőnye folyamatosan halmozódik. Tartsunk indexalapot legalább 20 évig, adjunk hozzá minden hónapban új pénzt, és szinte biztosan lehetünk abban, hogy a professzionális és a velünk hasonlózó egyéni befektetők túlnyomó többségét túlszárnyaljuk. Élete késői szakaszában Graham méltatta az indexalapokat, és az egyéni befektetők számára a legjobb választásnak tartotta őket, ahogy teszi ezt Warren Buffett is.⁶

Asztaltáncoltatás

Ha figyelembe vesszük összes hátrányukat, akkor nem az a csoda, hogy olyan kevés alap tudja felülmúlni a piaci indexet, hanem az, hogy egyáltalán létezik ilyen. Ennek ellenére néhányuknak ez sikerül. Lássuk, mi a közös bennük!

⁶ Lásd Benjámint Graham, *Benjámint Graham: Memoirs of the Dean of Wall Street*, Seymour Chatman, ed. (McGraw-Hill, New York, 1996), 273. oldal, és Janet Lowe, *The Rediscovered Benjámint Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend* (John Wiley & Sons, New York, 1999), 273. oldal. Miként Warren Buffett 1996-os éves jelentésében írta: „A legtöbb befektető, legyen akár intézményi, akár egyéni, rá fog jönni, hogy a részvénytartás legjobb módszere a minimális díjakat felszámító indexalapon keresztül vásárlás. Aki így tesz, az biztosan túlszárnyalja majd a befektetési szakemberek nagy többsége által elért nettó (azaz a díjak és költségek levonása utáni) eredményt.” (Lásd www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html.)

Az alapkezelők a legnagyobb részvényesek. A „mi a legjobb az alapkezelőknek” és „mi a legjobb a befektetőknek” közötti érdekkonfliktus enyhül, ha az alap részvényeinek legnagyobb tulajdonosai között ott vannak az alapkezelők is. Egyes befektetési társaságok, köztük például a Longleaf Partners, egyenesen megtiltja alkalmazottainak, hogy saját alapjaikon kívül mást is tartsanak a portfóliójukban. A Longleafnél és olyan más cégeknél, mint a Davis és az FPA, az alapkezelők az alap olyan nagy részét birtokolják, hogy valószínűleg úgy fogják kezelni pénzüket, mintha az a sajátjuk lenne - így csökken annak esélye, hogy felsrófolják a díjakat, hagyják az alapot gigantikus méretűre duzzadni, vagy csinos kis adófizetési kötelezettséggel lepik meg a befektetőket. Az olyan dokumentumokból, mint az alapok meghatalmazotti nyilatkozata és a Statement of Additional Information, kiderül, hogy az alapkezelők az alap részvényeinek legalább egy százalékát birtokolják-e. (Mindkét dokumentum letölthető az Amerikai Értékpapír- és Tőzsd felügyeletnek a www.sec.gov oldalon elérhető EDGAR adatbázisából.)

Olcsók. Az egyik leggyakoribb tévhit az alapok világában, hogy „azt kapod, amiért fizetsz” - vagyis a magas hozamok indokolják a magasabb díjakat. Két probléma is van ezzel a megállapítással. Először is nem igaz; több évtizedes kutatások igazolják, hogy a magasabb díjakat felszámító alapok idővel *alacsonyabb* hozamokat érnek el. Másodsor: a magas hozamok átmenetiek, a magas díjak azonban az örökkévalóságnak szólnak. Ha kiemelkedő hozamai miatt vásárolunk meg egy alapot, azok könnyen elillanhatnak - abban viszont biztosak lehetünk, hogy az alap tartásának költségei *nem* fognak a hozamokkal együtt csökkenni.

Mernek különbözni. Amikor Peter Lynch a Fidelity Magellan alapot irányította, bármit megvett, ami számára olcsónak tűnt - függetlenül attól, hogy a többi alapkezelő mit tartott a portfóliójában. 1982-ben amerikai államkötvények alkották portfóliója legnagyobb részét; közvetlenül ezt követően a Chrysler lett a legnagyobb befektetése, annak ellenére, hogy a szakértők az autógyár csődjére számítottak; majd 1986-ban Lynch a Fidelity Magellan közel 20 százalékát olyan külföldi részvényekbe fektette, mint a Honda, a Norsk Hydro és a Volvo. Ezért mielőtt amerikai részvényalapot vásárolunk, hasonlítsuk össze a legutolsó jelentésében felsorolt befektetéseit az S&P 500 index részvényeinek listájával; ha ezek úgy hasonlítanak egymáshoz, mint két tojás, akkor vásároljunk másik alapot.⁷

Becsukják kapuikat. A legjobb alapok gyakran becsukják kapuikat az új befektetők előtt, és csak jelenlegi részvényeseiknek engedik meg, hogy további részvényeket vásároljanak. Ezzel megelőzhetik azt, hogy a csúcson beszállni kívánó új vevők rázúdítsák pénzüket az alapra, s megkímélik azt az elefántkóros eszközök minden nyugétól, bajától. Ez egyben azt is jelzi, hogy az alapkezelők nem részesítik előnyben saját zsebüket a részvényeseik pénztárcájával szemben. Ám a kapukat az alap méretének robbanásszerű növekedése előtt - és nem azt követően - kell becsukni. Az így eljáró alapok közül példaként említhetjük az alábbiakat: Longleaf, Numeric, Oakmark, T. Rowe Price, Vanguard és Wasatch.

Nem hirdetnek. Ahogy Platón a *Köztársaságban* megállapítja, hogy azok az ideális uralkodók, akik nem akarnak uralkodni, a legjobb alapkezelők is gyakran úgy viselkednek, mintha egyáltalán nem akarnák a pénzüket. Nem tűnnek fel állandóan a pénzügyi tévécsatornákon, és nem dicsekednek No. 1 hozamukkal a reklámokban. Az igen meggyőző teljesítményt felmutató Mairs & PowerGrowth Fund egészen 2001-ig még weboldalt sem

⁷ Az S&P 500 indexet alkotó vállalatok teljes listája a www.standardandpoors.com oldalon érhető el.

Kommentár a 10. fejezethez

működtetett, és még ma is csupán 24 államban értékesíti részvényeit. A Torray Fund 1990-es indulása óta egyetlen lakossági hirdetést nem jelentetett meg.

Mi másra kellene akkor figyelniük? Az alapok vásárlóinak többsége először a múltbeli teljesítményt, azután az alapkezelő hírnevét, majd az alap kockázatát, és végül (ha egyáltalán) az alap költségeit vizsgálja meg.⁸

Az intelligens befektető ugyanezeket a dolgokat veszi górcső alá - csak éppen pontosan fordított sorrendben.

Mivel az alap költségei sokkal inkább kiszámíthatók, mint jövőbeli kockázata vagy hozama, legyen ez az első szűrőnk. Semmi okunk nincsen arra, hogy bármely alap esetében többet fizessünk, mint az alábbiakban kategóriánként megadott éves működési költségek:

- Adóköteles és önkormányzati kötvények: 0,75%
- Amerikai részvények (nagy- és közepes méretű vállalatok papírjai): 1,0%
< Magas hozamú (bóvli) kötvények: 1,0%
- Amerikai részvények (kisvállalatok papírjai): 1,25%
- Külföldi részvények: 1,50%⁹

Ezt követően értékeljük a kockázatot. Tájékoztatójában minden alap köteles oszlopdiagram formájában közölni az egy naptári negyedév során valaha elszenvedett legnagyobb veszteségét. Ha nem tudjuk elviselni annak eshetőségét, hogy három hónap alatt legalább ennyit veszíthetünk, akkor keressünk másik alapot. Érdemes az alap Morningstar-besorolását is megnézni. Az egyik vezető befektetési kutató, a Morningstar, csillagokkal osztályozza az alapokat attól függően, hogy mekkora kockázatot vállaltak hozamaik eléréséhez (egy csillag a legrosszabb, öt a legjobb). Ám a múltbeli teljesítményhez hasonlóan ezek a besorolások is visszatekintő jellegűek; sajnos azt mutatják, hogy melyik alap volt a legjobb, nem pedig azt, hogy melyik lesz az. Az ötcillagos alapok valójában azzal a furcsa szokással bírnak, hogy a jövőben hajlamosak alulmúlni egycillagos versenytársaikat. Ezért mindenképp keressünk egy alacsony költségű alapot, amelynek alapkezelői a legnagyobb részvényesek, akik mernek különbözni a többiekétől, nem hajtják fel a hozamukat a csillagos éjig, és hajlandóságot mutatnak arra, hogy becsukják kapuikat, mielőtt túlzottan elbiznák magukat. Ekkor, és csakis ekkor nézzük meg a Morningstar-besorolásukat.¹⁰

8 Lásd Noel Capon, Gavan Fitzsimons és Russ Alan Prince, „An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision” *Journal of Financial Services Research*, vol. 10, 1996, 59-82. oldal; Investment Company Institute, „Understanding Shareholders’ Use of Information and Advisers”, Spring, 1997, www.ici.org/pdf/rpt_undstnd_share.pdf, 21. oldal; Gordon Alexander, Jonathan Jones és Peter Nigro, „Mutual Fund Shareholders: Characteristics, Investor Knowledge, and Sources of Information”, OCC-tanulmány, 1997. december, <http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/economics-working-papers/1999-1993/wp97-13.pdf>.

9 A befektetők a www.morningstar.com és a <http://money.cnn.com> oldalakon található, az alapok közötti választást segítő szűrőeszközökkel könnyűszerrel rákereshetnek az ezeknek a költséghatároknak megfelelő alapokra.

10 Lásd Matthew Morey, „Rating the Raters: An Investigation of Mutual Fund Rating Services” *Journal of Investment Consulting*, vol. 5, no. 2, 2002. november/december, A Morningstar-csillagok gyengén muzsikálnak ugyan a jövőbeli eredmények előrejelzésében, ennek ellenére a Morningstar az egyéni befektetők legjobb információforrása a befektetési alapokról.

Kommentár a 10. fejezethez

A legvégén vizsgáljuk meg a múltbeli teljesítményt, egy pillanatra sem feledkezve meg arról, hogy az legfeljebb halványan utal a jövőbeli hozamokra. Ahogy már láttuk, gyakran a tegnapi nyerteseiből lesznek a holnap vesztesei. Ám a kutatók rámutattak, hogy egy dolog szinte biztos: a tegnapi vesztesékből szinte soha nem lesznek holnap nyertesek. Ezért kerüljük az egyenletesen gyenge múltbeli hozamokat felmutató alapokat - különösen akkor, ha éves költségeik is átlag feletti.

A zártvégű alapok zárt világa

Az 1980-as években népszerű zártvégű részvényalapok szép lassan eltűntek. Napjainkban csupán 30 diverzifikált amerikai részvényalap működik, sok közülük egészen apró, napi legfeljebb néhány száz részvényes forgalommal, magas költségekkel és különös stratégiákkal dolgozik (mint például a Morgan Fun-Shares, amely olyan „életmódformáló” részvényekre specializálta magát, mint az italok, kaszinók és cigaretták.) A Lipper, Inc. zártvégű alapokkal foglalkozó szakértőjének, Donald Cassidynek a kutatása megerősítette Graham korábbi megállapításait: a diszkonttal forgó, diverzifikált zártvégű részvényalapok nemcsak hogy hajlamosak felülmúlni a prémiummal megvásárolható alapok hozamát, hanem valószínűleg jobb eredményt is produkálnak, mint az átlagos nyíltvégű befektetési alap. Sajnálatos módon azonban a diverzifikált zártvégű részvényalapok nem mindig vásárolhatók már meg diszkonttal az egyre mozdulatlanabb és erőtlenebb piacon.¹¹

Ugyanakkor több száz zártvégű kötvényalap létezik, amelyek különösen az önkormányzati kötvények terén igen jó választási lehetőséget jelentenek. Amikor az ilyen alapok diszkonttal forognak, az felerősíti hozamukat, és igen vonzóvá teszi őket, feltéve persze, hogy éves költségeik a fent megadott küszöbérték alatt maradnak.¹²

A tőzsdén forgalmazott alapokkal (ETF) is érdemes lehet megismerkedni. Gyakran ezek az alacsony költségű ETF-ek jelentik az egyetlen módját annak, hogy egy befektető be tudjon lépni az olyan szűk piacokra, mint, mondjuk, a belgiumi vállalatoknak vagy a félvezetőipar részvényeinek a piaca. Az index ETF-ek sokkal átfogóbb piaci kitettséget eredményeznek. Általában azonban nem megfelelők az olyan befektetők számára, akik rendszeres befizetésekkel kívánják növelni befektetéseik értékét, mert a brókerek többsége minden egyes vétel után jutalékot számít fel.¹³

Kiszállni tudni kell

Ha már birtokunkban van egy alap, honnan tudjuk, hogy itt az idő eladni azt? A szokványos tanács szerint akkor kell megválni egy alaptól, ha egy - vagy kettő? - vagy

11 A nyíltvégű befektetési alapokkal szemben a zártvégű alap közvetlenül nem bocsát ki új részvényeket azoknak, akik szeretnének vásárolni a társaság papírjaiból. Az ilyen befektetőknek nem magától az alaptól, hanem olyan másik részvényestől kell megvenniük a papírokat, aki hajlandó megválni azoktól. Ezért az ilyen részvények ára a kereslet és kínálat függvényében ingadozik a nettó eszközérték alatt és felett.

12 További információért lásd www.morningstar.com és www.etfconnect.com.

13 Az indexkövető befektetési alapokkal ellentétben az index ETF-ek után a részvényekével megegyező vételi és eladási jutalékot számolnak fel - és ezek a jutalékok minden újabb vétel és az osztalék visszaforgatása esetén is felmerülnek. További információ: www.ishares.com, www.amex.com és www.indexfunds.com.

Kommentára 10. fejezethez

inkább három? - évig folyamatosan alulteljesíti a piacot (vagy a hasonló portfóliókat). Ám ennek a tanácsnak semmi értelme sincsen. A Sequoia Fund az 1970-es indulása és az 1999 közötti 29 évből 12 alkalommal - vagyis az idő 41 százalékában - elmaradt az S&P 500 indextől. A Sequoia ennek ellenére több mint 12 500 százalékkal emelkedett ebben a periódusban, szemben az index mindössze 4900 százalékos erősödésével.¹⁴

A legtöbb alap teljesítménye egyszerűen azért ingadozik, mert az általuk előnyben részesített részvénytípus átmenetileg kikerül a népszerűek közül. Ha azért veszünk fel egy alapkezelőt, hogy meghatározott módon fektessen be, miért rúgnánk ki azért, mert megtette, amit ígért? Amennyiben akkor adunk el, amikor egy befektetési stílus éppen nincs divatban, nemcsak véglegessé tesszük a veszteségünket, hanem kizárjuk magunkat a szinte szükségszerű visszapatтанásból. Egy kutatás rámutatott arra, hogy a befektetési alapok vásárlói 1998 és 2001 között éves szinten 4,7 százalékponttal alulteljesítették saját alapjaik teljesítményét - pusztán azért, mert magasárfolyamon vásárolták, alacsony áron pedig eladták azokat.¹⁵

Mikor érdemes akkor eladni? Következzék néhány biztos jel:

- **éles és váratlan változás a stratégiában**, például egy „értékalap” technológiai részvényeket kezd zsákolni 1999-ben, vagy egy „növekedési alap” 2002-ben nagy tételben kezdi vásárolni a biztosítótársaságok részvényeit;
- **költségnövelés**, ami arra utal, hogy az alapkezelők a saját zsebüket kezdik tömni;
- **nagy és gyakori adókötelezettség**, amelyet a túlzásba vitt kereskedési intenzitás eredményezett;
- **hirtelen jelentősen ingadozni kezdő hozamok**, például amikor a korábban konzervatív alap hatalmas veszteséget (vagy éppen óriási nyereséget) produkál.

Charles Ellis, egy befektetési tanácsadó a következőképpen fogalmazta meg ezt: „Ha nem vagyunk felkészülve arra, hogy házasságban éljünk, nem lenne szabad *megházasodnunk!*”¹⁶ Az alapokba való befektetés is pontosan ilyen. Ha nem vagyunk felkészülve arra, hogy legalább három sovány esztendőn keresztül kitartsunk egy alap mellett, akkor már eredetileg sem lett volna szabad megvásárolnunk azt. A türelem a befektető legerősebb szövetségese.

14 Lásd a Sequoia 1999. június 30-ai, a részvényeseknek szóló jelentését: www.sequoiafund.com/Reports/Quarterly/SemiAnn99.htm. A Sequoia 1982-ben becsukta kapuit az új befektetők előtt, ami megerősítette kiváló teljesítményét.

15 Jason Zweig, „What Fund Investors Really Need to Know” *Money*, 2002. június, 110-115. oldal.

16 Lásd az Ellisszel készített interjút Jason Zweig cikkében, „Wall Street's Wisest Man”, *Money*, 2001. június, 49-52. oldal.

Miért szeretjük mégis a jósgömböt?

Hinni - vagy akár csak remélni - azt, hogy ki tudjuk választani a jövőben legjobb teljesítményt nyújtó alapokat, boldoggá tesz bennünket. Azt a borzongató érzést nyújtja, hogy felelősek vagyunk saját befektetési sorsunkért. Ez az „én irányítom itt a dolgokat” érzés az emberi állapot része; ez az, amit a pszichológusok túlzott önbizalomnak neveznek. Nézzünk néhány példát, hogyan is működik ez a gyakorlatban:

- A *Money* magazin 1999-ben több mint 500 embernek tette fel a kérdést, hogy vajon portfóliójuk túlszárnyalta-e a piac teljesítményét. Minden negyedik igennel válaszolt. Amikor azonban az elért hozamuk pontos mértékére kérdeztek rá, kiderült, hogy ezen befektetők négyötöde a piaconál *alacsonyabb* hozamot említett. (Négy százalékuk fogalma sem volt, hogy mennyivel nőtt a portfóliója értéke - mégis biztos volt abban, hogy legyőzte a piacot!)
- Egy svéd kutatásban súlyos közlekedési balesetet szenvedett autóvezetőket kértek meg, hogy értékeljék a vezetési tudásukat. Ezek az emberek - köztük olyanok is, akiket a rendőrség felelősnek talált a balesetben, illetve akik annyira megsérültek, hogy kórházi ágyukból válaszoltak a felmérés kérdéseire - azt bizonygatták, hogy ők az átlagnál jobb sofőrök.
- A *Time* és a CNN egy 2000 végén tartott szavazásában megkérdezte az első 1000 szembejövő embert, hogy véleményük szerint jövedelmük alapján az amerikaiak legfelső egy százalékába tartoznak-e. Tizenkilenc százalékuk a leggazdagabb egy százalék közé sorolta magát.
- Egy 1997-es kutatás során a 750 megkérdezett befektető 74 százaléka gondolta azt, hogy befektetési alapjaik „évről évre felülmúlják a Standard & Poor's 500 index hozamát” - noha a legtöbb alap képtelen hosszú távon felülmúlni az S&P 500-at, sok közülük pedig *egyetlen* évben sem képes erre.¹

Az ilyen típusú optimizmus ugyan egészséges pszichére utal, ám ettől még nem megfelelő befektetési politika. Csak akkor érdemes hinni abban, hogy valamit előre tudunk jelezni, ha az *ténylegesen* előre jelezhető. Ha nem állunk két lábbal a földön, akkor önbecsülésünk megerősítése közben kárt fogunk okozni saját magunknak.

¹ Lásd Jason Zweig, „Did You Beat the Market?” *Money*, 2000. január, 55-58. oldal; Time/CNN poll #15, 2000. október 25-26., 29. kérdés.

10. FEJEZET

A befektető és tanácsadói

Az értékpapírokba történő befektetés olyan szempontból egyedülálló az üzleti műveletek között, hogy valamilyen mértékben szinte mindig más emberektől kapott tanácson alapul. A befektetők nagy többsége amatőr. Természetes, ha úgy érzik, hogy előnyük származhat az értékpapírjaik kiválasztásához kapott professzionális iránymutatásból. Ennek ellenére számos furcsaság rejlik magában a befektetési tanács fogalmában.

Ha az emberek pénzkereset céljával fektetnek be, amikor tanácsot igényelnek, akkor lényegében arra kérnek másokat, hogy mondják meg, miként keressenek pénzt. Van ebben bizonyos fokú naivitás. Az üzletemberek különféle professzionális tanácsokat kérnek vállalkozásuk viteléhez, ám nem várják el, hogy megmondják nekik, hogyan csináljanak pénzt. Az ugyanis a saját felelősségük. Amikor ők vagy más, nem az üzleti élet területén dolgozó emberek másokra támaszkodnak, hogy azok *befektetési nyereséget* érjenek el számukra, olyanfajta eredményt várnak el, amelynek a szokásos üzleti műveletek között nincsen megfelelője.

Amennyiben feltételezzük, hogy létezik az értékpapírokba történő befektetéssel elérhető normál vagy szokásos *jövedelmi* eredmény (azaz hozam), akkor a tanácsadó szerepe könnyebben meghatározható. Arra használja kiváló szakmai ismereteit és tapasztalatait, hogy megvédje ügyfeleit a hibáktól, és gondoskodik arról, hogy olyan befektetési eredményt érjenek el, amelyre tőkéjük feljogosítja őket. Amikor a befektető az átlag feletti hozamot kíván pénze után, vagy amikor a tanácsadó az átlagnál jobb eredményre vállalkozik, felmerül annak eshetősége, hogy többet kérnek, vagy ígérnek, mint ami valószínűleg teljesíthető.

A befektetési tanácsok sokféle forrásból származhatnak. Forrásuk lehet: (1) rokon vagy barát, aki vélhetően jártas az értékpapírok területén; (2) helyi (kereskedelmi) bankár; (3) bróker cég vagy befektetési bank; (4) pénzügyi szolgáltatás vagy szakmai folyóirat; és (5) befektetési tanácsadó.* A lista vegyes jellege azt

* A befektetési tanácsok lehetséges forrásainak listája ma is legalább annyira „vegyes”, mint amilyen Graham idejében volt. Egy, a Securities Industry Association nevű Wall Street-i kereskedőház részére 2002 végén, a befektetők körében elvégzett felmérés eredményei szerint a befektetők 17 százaléka leginkább házastársa vagy egy barátja befektetési tanácsaira alapozott; 2 százaléka bankárára; 16 százaléka a brókerére; 10 százaléka pénzügyi folyóiratokra; 24 százaléka pedig pénzügyi tervezőre támaszkodott. Az egyetlen különbség Graham korához képest, hogy napjainkban a befektetők 8 százaléka épít jelentős mértékben az internetre, 3 százaléka pedig pénzügyi tévécsatornák információira. (Lásd www.sia.com.)

sugallja, hogy a témát illetően a befektetők fejében még nem alakult ki logikus vagy szisztematikus megközelítés.

A fentebb említett normál vagy szokásos eredményhez józan észből eredő megfontolások kötődnek. Alaptételünk a következő: ha a befektető főképpen mások tanácsaira szándékozik támaszkodni pénze kezelésében, korlátozza szigorúan mind saját magát, mind tanácsadóit a befektetések szokványos, konzervatív és földhözragadt formáira, és csak akkor engedje, hogy tanácsadója ezektől eltérő csatornába irányítsa pénzét, ha a szokásosnál bizalmasabb viszonyban áll vele, és ezáltal nagyon jól ismeri őt. Ám amennyiben a befektető és a tanácsadói között csupán a szokásos üzleti vagy szakmai kapcsolat alakult ki, akkor előbbi a *kevésbé megszokott* javaslatokat csak olyan mértékben fogadja meg, amennyire meglévő tudása és tapasztalata képessé teszi arra, hogy független ítéletet alkosson mások tanácsairól. Ám ezzel már át is lépte az óvatos, illetve az agresszív vagy vállalkozó szellemű befektető közötti határmezsgyét.

Befektetési tanácsadók és banki vagyongazdálkodási szolgáltatások

A valóban professzionális befektetési tanácsadók - vagyis a jó hírű és elismert befektetési tanácsadó cégek, amelyek jelentős éves díjat számolnak fel szolgáltatásaikért - meglehetősen visszafogottak ígéreteikben és célkitűzéseikben. Nagyrészt szokásos kamat- és osztalékfizető értékpapírokba helyezik ügyfeleik tőkét, és főképpen a szokványos befektetési tapasztalatokra alapoznak eredményeik eléréséhez. Egyáltalán nem jellemző rájuk, hogy ügyfeleik tőkéjének több mint 10 százalékát a vezető vállalatok értékpapírjai vagy államkötvények (az állami és önkormányzati papírokat is ideértve) közé nem sorolható papírokba fektetnék; ugyanígy nem jellemző rájuk az sem, hogy komoly erőfeszítéseket tennének arra, hogy kihasználják a piac egészének ingadozásait.

A vezető befektetési tanácsadó cégek nem állítják magukról, hogy briliáns eredményt fognak elérni; ehelyett büszkék arra, hogy óvatosak, konzervatívak és hozzáértők. Elsődleges céljuk, hogy az évek során megőrizzék az ügyfél alaptőkéjének értékét, és a konzervatív felfogás szerint elfogadható mértékű jövedelmet produkáljanak. Az ezt meghaladó teljesítményt a nyújtott extraszolgáltatások közé sorolják, és valóban törekcsenek is arra, hogy felülmúlják előbb említett elsődleges céljukat. Ügyfeleik számára talán legfőbb értékük, hogy megóvják őket a költséges hibáktól. Pontosan annyit nyújtanak, amennyit az óvatos befektetőnek a nagyközönséget kiszolgáló tanácsadóktól joga lehet elvárni.

A jó hírű befektetési tanácsadó cégekről tett megállapításaink általánosságban a nagyobb bankok vagyongazdálkodási és tanácsadói szolgáltatásaira is helytállóak.*

* A befektetési tanácsadó cégek és a vagyongazdálkodást végző bankok jellemzői nem változtak, ám napjainkban többnyire csak legalább 1 millió dollár értékű pénzügyi eszközzel rendelkező befektetőknek kínálják szolgáltatásaikat, sőt egyes cégek kizárólag a minimum 5 millió dollár vagyonú ügyfelekkel foglalkoznak. Manapság több ezer független pénzügyi tervező cég lát el nagyon hasonló feladatokat, ám (ahogy Róbert Veres elemző fogalmaz) a blue-chipek funkcióját a befektetési alap vette át, a minőség mint a biztonság mérőszámának szerepét pedig a diverzifikáció tölti be.

Pénzügyi szolgáltatások

Az úgynevezett pénzügyi szolgáltatásokat kínáló szervezetek egységes (vagyis nem az egyes ügyfelekre szabott) hírleveleket küldenek ki előfizetőiknek (esetenként akár távirat formájában is). Ezekben olyan témaköröket taglalnak, mint a gazdaság aktuális állapota és kilátásai, az értékpapírpiacok alakulása és perspektívái, illetve konkrét papírokra vonatkozó információk és tanácsok. Gyakran „tájékoztatói osztályt” tartanak fenn, amely az egyes előfizetőket érdeklő kérdéseket hivatott megválaszolni. Az ilyen szolgáltatás költsége jóval alacsonyabb, mint azok a díjak, amelyeket a befektetési tanácsadók számítanak fel egyéni ügyfeleiknek. Egyes szervezetek - nevesen a Babson's és a Standard & Poor's - pénzügyi szolgáltatóként és befektetési tanácsadóként is működnek, teljes mértékben elkülönítve ezt a két szerepet. (Más szervezetek - például a Scudder, Stevens & Clark - pedig befektetési tanácsadóként és attól teljesen elkülönülten működő befektetési alapként is várják ügyfeleiket.)

A pénzügyi szolgáltatók összességében a nagyközönség teljesen más szegmensét célozzák meg, mint a befektetési tanácsadó cégek. Az utóbbiak ügyfelei általában mentesülni kívánnak a döntések meghozatalának nyűgétől és kötelességétől. A pénzügyi szolgáltatók viszont azoknak adnak információt és iránymutatást, akik saját maguk intézik pénzügyeiket, vagy ők maguk adnak tanácsot másoknak. Az ilyen szolgáltatások közül sok kizárólag - vagy szinte kizárólag - a piaci mozgások különböző „technikai” módszerekkel történő előrejelzésére korlátozódik. Az ilyeneket figyelmen kívül hagyjuk azon megállapítás alapján, hogy munkájukkal olyan piaci szereplőket szolgálnak, akikre jelen könyv fogalmai szerint nem alkalmazható a „befektető” kifejezés.

A legismertebb szolgáltatókat, például a Moody's Investment Service-t vagy a Standard & Poor's-t viszont olyan statisztikai szervezatként azonosítják, amelyekről a komoly értékpapír-elemzések alapját adó hatalmas mennyiségű statisztikai adat származik. Ezek a szolgáltatások a leginkább konzervatív beállítottságú befektetőtől a legmerészebb spekulánsig igencsak széles ügyfélkörrel bírnak. Ennek következtében nehéz egyértelmű alapfilozófiát követniük véleményük és javaslataik kialakításában.

A Moody's-éhoz hasonló típusú, régóta elismert szolgáltatás nyilvánvalóan valami értékeset nyújt a befektetők széles kategóriájának. Hogy mit? Alapvetően olyan dolgokkal foglalkoznak, amelyek iránt az átlagos aktív befektető-spekuláns érdeklődik, és az ezekről kialakított véleményük vagy valamilyen fokú szakmai tekintéllyel bír, vagy legalábbis megbízhatóbbnak tűnik, mint a segítség nélküli ügyfélé.

A pénzügyi szolgáltatók hosszú éveken keresztül anélkül készítettek részvényt-piaci előrejelzéseket, hogy bárki is nagyon komolyan vette volna e tevékenységüket. Mint ezen a területen mindenki más, egyszer igazuk van, másszor pedig tévednek. Amikor csak lehetőségük adódik, úgy fogalmazznak, hogy elkerüljék a teljes tévedés kockázatát. (A delphi jóslás tökélyre fejlesztett művészete ez,

amely sikeresen igazodik a jövőhöz, bármit hozzon is az.) Saját - elismerten előítélettel teli - véleményünk szerint munkájuk ezen részének nincsen valódi jelentősége, legfeljebb annyi, hogy rávilágítanak az emberi természet értékpapírpiazi környezetben megfigyelhető jellegzetességeire. Szinte kivétel nélkül mindenki, aki érdeklődik a részvények iránt, szeretné, ha valaki más megmondaná neki, hogy szerinte merre tart a piac. Az igény ez iránt adott, ki kell hát elégíteni.

Természetesen az üzleti környezetről adott értelmezéseik és előrejelzéseik sokkal hitelesebbek és információban gazdagabbak. Fontos részét képezik az értékpapírok vevői és eladói között folyamatosan terjedő, hatalmas mennyiségű gazdasági információállománynak, amely az esetek többségében viszonylag racionális részvény- és kötvényárfolyamok kialakulásához vezet. Vitán felül áll, hogy a pénzügyi szolgáltatók által kiadott anyagok hozzájárulnak az elérhető információk tárházához, és megalapozottabbá teszik ügyfeleik befektetési jellegű döntéseit.

Nem könnyű értékelni az egyes értékpapírokkal kapcsolatos ajánlásaikat. Minden ilyen szolgáltatást külön-külön kell megítélni, és az ítéletet kizárólag alapos és kiterjedt, több évet átfogó vizsgálat alapján lehet meghozni. Tapasztalataink szerint azonban széles körben jellemző rájuk egy olyan hozzáállás, amely hajlamos elrontani azt, ami egyébként sokkal hasznosabb tanácsadói munka lenne. Ez nem más, mint az az általános nézetük, amely szerint egy részvényt akkor kell vásárolni, amikor a vállalat rövid távú kilátásai kedvezőek, és akkor kell eladni, ha ezek kedvezőtlenek - *mindezt az aktuális árfolyamtól függetlenül*. Egy ilyen felületes elv gyakran lehetetlenné teszi, hogy olyan alapos és megbízható elemzési feladatot lássanak el, amilyenre szakembergárdájuk amúgy alkalmassá tenné őket - nevesen, hogy megállapítsák: adott részvény aktuális árán, illetve hosszú távú jövedelmezőképessége fényében alul- vagy felülértékeltnek tűnik-e.

Az intelligens befektető soha nem fog kizárólag egy ilyen pénzügyi szolgáltatótól érkezett ajánlás alapján venni és eladni. Ha ezt elfogadjuk, a pénzügyi szolgáltatás szerepe az információ- és javaslatadás egyébként hasznos feladatára korlátozódik.

Brókerházak tanácsai

Valószínűleg a részvénybrókerektől érkezik a legtöbb információ és tanács az értékpapírt birtokló közönséghez. Ezek a New York-i Értéktőzsde és más tőzsdék tagjai, akik szokásos jutalékért vételi és eladási megbízásokat teljesítenek. A nyilvánosság számára elérhető szinte összes brókerház olyan „statisztikai” vagy elemzői részleget tart fenn, amely válaszol a megkeresésekre, és ajánlásokat ad. Jelentős mennyiségű elemzési anyagot, köztük esetenként kellően mélyreható és költséges elemzéseket bocsátanak ingyenesen a cég vevőinek rendelkezésére - akiket a nagyobb hatás érdekében szokás ügyfélnek is nevezni.

Nagy jelentőséggel bír az az ártatlannak tűnő kérdés, hogy vajon a „vevő” vagy az „üggyfél” az inkább megfelelő elnevezés. Egy üzletnek vevői vannak;

egy professzionális szakembernek vagy szervezetnek ügyfelei. A Wall Street brókervilága talán minden *iparágnál* szigorúbb etikai szabályokat követ, ennek ellenére még mindig a valódi szakmák szabályai és szokásai felé húz.*

A múltban a Wall Street főleg a spekuláción gyarapodott, és a részvénypiaci spekulánsok kasztja szinte biztosan veszteségre volt kárhozthatva. Ezért logikai képtelenség a brókercégek számára, hogy szigorúan szakmai alapon működjenek. Ehhez ugyanis olyan erőfeszítéseket kellett volna tenniük, amelyek nem erősítették, hanem gyengítette volna az üzletüket.

Az ebben az irányban legmesszebb elmenő brókercégek odáig jutottak - és legfeljebb ezt is várhattuk tőlük - hogy tartózkodtak attól, hogy bárkit is spekulációra ösztönözzenek. Ezek a cégek arra korlátozták tevékenységüket, hogy végrehajtották a kapott megbízásokat, pénzügyi információt és elemzéseket szolgáltatottak, és véleményt formáltak arról, vajon az egyes értékpapírok befektetésre érdemesek-e. Így - elméletben legalábbis - nem felelősek spekulatív-beállítottságú ügyfeleik nyereségeiért vagy veszteségeiért."

A legtöbb bróker cég azonban továbbra is ragaszkodik a régi, bevált szlogenhez, amely szerint az ő üzletük a jutalék megszerzése, és így a sikeres üzlethez azt kell adniuk az ügyfeleknek, amit azok igényelnek. Mivel a legjövődélmezőbb ügyfelek spekulatív tanácsokat és ajánlásokat várnak, a tipikus cég gondolkodása és tevékenysége a mindennapi piaci kereskedéshez kell, hogy kapcsolódjék. Az ilyen ezért minden erejével segít ügyfeleinek pénzt keresni egy olyan területen, ahol szinte matematikai törvényszerűség, hogy azok végeredményben veszteségre vannak kárhozthatva.** Ez alatt azt értjük, hogy a brókerházak ügyfeleinek többsége hosszú távon nem érhet el nyereséget műveleteik spekulatív részén. Ám a valódi befektetésnek minősülő műveleteik részarányától függően akár a spekulatív veszteségeket ellentételező befektetési nyereségre tehetnek szert.

A befektető a bróker cégek kétféle alkalmazottjától szerezhet tanácsot és információt, akiket hivatalosan az „ügyfél brókerének” és pénzügyi elemzőnek neveznek.

* Graham volt az, aki talán a legszigorúbb és legcinikusabb megállapításokat tette a Wall Streetről. Ebben a konkrét esetben azonban még ő sem bizonyult eléggé cinikusnak. A Wall Streetnek lehetnek ugyan szigorúbb etikai szabályai, mint egyes üzletágaknak (a csempészet, prostitúció, kongresszusi lobbitevékenység és az újságírás ugrik be elsők között), de a befektetések világában elég sok hazug, csaló és tolvaj ügködik ahhoz, hogy a pokol ajtónállói még évtizedekig le legyenek terhelve.

** Az a sok ezer ember, aki az 1990-es évek végén abban a hitben vásárolta a részvényeket, hogy a Wall Street-i elemzők elfogulatlan és értékes tanácsokat osztogatnak, fájdalmas módon tanulta meg, hogy Grahamnek mennyire igaza volt ebben (is).

*** Érdekes módon ez a szurkáló kritika, amelyet Graham a maga korában a teljes szolgáltatást nyújtó brókereknek címzett, az 1990-es évek végén az internetes diszkontbrókerekre illett igazán. Ezek a cégek több millió dollárt költöttek figyelemfelkeltő hirdetésekre, amelyek arra ösztönözték ügyfeleiket, hogy többet és gyorsabban kereskedjenek. Az ügyfelek többsége végül a saját zsebét könnyítette meg ahelyett, hogy valaki másnak fizetett volna ezért - és az ilyen tranzakciókért fizetendő alacsony jutalék csekély vigaszt nyújtott az eredményeikért. A tradicionálisabb bróker cégek időközben a pénzügyi tervezés és az „integrált eszközközkezelés” fontosságát kezdték hangsúlyozni ahelyett, hogy brókereiket kizárólag az általuk generált jutalék volumene alapján javadalmazzák volna.

A befektető és tanácsadói

A „regisztrált ügynöknek” is nevezett bróker korábban a - kevésbé tiszteletet parancsoló - az „ügyfél embere” címet viselte.* Napjainkban ezt a feladatot leginkább olyan megfelelő személyiségű, és az értékpapírokról jelentős ismeretanyaggal rendelkező emberek látják el, akik szigorú etikai szabályzat alapján működnek. Mivel azonban üzleti tevékenységük célja a jutalékszerzés, nehezen tudják elkerülni a spekulációorientált gondolkodást. Így a spekulatív szempontok befolyását kerülni kívánó értékpapír-vásárló legyen óvatos és határozott, amikor a brókerével tárgyal, tegye - szóval és tettel - egyértelművé, hogy egyáltalán, a legkevésbé sem érdekli semmi olyan, ami részvénytőzsi „tippnek” tűnhet. Ha a bróker világosan megérti, hogy befektető került a keze közé, tiszteletben fogja tartani a nézőpontját, és együttműködik vele.

A pénzügyi elemző, akit korábban főként értékpapír-elemzőnek neveztek, a szerzőhöz különösen közel álló pozíció, lévén, hogy ő maga is több mint öt évtizede pénzügyi elemzőként dolgozik, és számtalan más elemző oktatásában segített. Ebben a részben csak a brókercégek által foglalkoztatott pénzügyi elemzőkkel foglalkozunk. Az értékpapír-elemző feladata egyértelműen következik a nevéből.

Ő az, aki elvégzi az egyes értékpapírok részletes vizsgálatát, gondosan összehasonlítja az ugyanazon a területen működő különböző papírokat, és hozzáértő véleményt alkot a különféle részvények és kötvények biztonságáról, vonzerejéről vagy belső értékéről.

A kívülálló számára furcsának tűnhet, de az értékpapír-elemző pozíciójának betöltésére nem léteznek formális követelmények. Ezzel szemben a brókernek vizsgát kell tennie, személyiségteszten kell megfelelnie, és a New York-i Értéktőzsdének annak rendje és módja szerint el kell fogadnia, és regisztrálnia kell őt. Gyakorlati okból szinte minden fiatal elemző alapos gazdasági oktatást kapott, az idősebbeknek pedig legalább annak megfelelő tudást ad a sokéves tapasztalatuk. Az esetek túlnyomó részében számíthatunk arra, hogy a bróker cég meggyőződik a foglalkoztatni kívánt elemző képesítéséről és hozzáértéséről.**

A bróker cég ügyfele megkeresheti az értékpapír-elemzőt közvetlenül, vagy brókerén keresztül is kapcsolatba léphet vele. Mindkét esetben jelentős mennyiségű információt és tanácsot várhat tőle. Engedjen meg az olvasó itt egy nyomatékos

* A különböző elnevezések angol eredetijei: customer's broker, account executive, registered representative, illetve customer's man -*Aszerk.*

** Mindez a mai napig igaz, bár a Wall Street legjobb elemzői ma már az okleveles pénzügyi elemző títullal büszkélkedhetnek. A CFA (Chartered Financial Analyst) minősítést csak abban az esetben ítéli oda az Association of Investment Management & Research (korábbi nevén Financial Analysts Federation) nevű szervezet, amennyiben a pályázó többéves szigorú oktatáson vett részt, és sikerrel tette le a komoly vizsgák sorozatát. Világszerte több mint 50 000 elemző rendelkezik a CFA minősítéssel. Szomorú módon azonban Stanley Block professzor egy nemrégiben végzett kutatásából kiderült, hogy a CFA minősítésű szakemberek többsége figyelmen kívül hagyja Graham tanításait: a növekedési potenciál nagyobb súllyal esik latba a P/E hányados meghatározásában, mint a nyereség minősége, a kockázatok és az osztalékpolitika, továbbá lényegesen több elemző alapozza vételi ajánlásait az aktuális árra, mint a vállalat hosszú távú kilátásaira. Lásd Stanley Block, „A Study of Financial Analysts: Practice and Theory”, *Financial Analysts Journal*, 1999. július-augusztus, www.aimrpubs.org. Ahogy Graham mondogatta, könyveit minden más pénzügyi könyvnél többen olvasták - és hagyták figyelmen kívül.

megállapítást. Az, hogy az értékpapír-elemző mekkora értéket képvisel a befektető számára, főként a befektető saját hozzáállásától függ. Amennyiben a befektető a megfelelő kérdéseket teszi fel az elemzőnek, valószínűleg megfelelő - vagy legalábbis értékes - válaszokat fog kapni. Meggyőződésünk, hogy a brókercégek által foglalkoztatott elemzőkre nézve komoly hátrányt jelent az az általános vélekedés, miszerint nekik egyúttal a piaci elemző szerepét is be kell tölteniük. Amikor azt kérdezik tőlük, hogy egy adott részvény stabil és ígéretes-e, valójában többnyire arra kíváncsiak, hogy várható-e a papír árfolyamának emelkedése a következő néhány hónapban. Ennek eredményeképpen úgy kénytelenek elemezni, hogy egyik szemüket folyamatosan az árfolyamokon tartják - ez a testhelyzet pedig jellemzően nem a megalapozott gondolatoknak és a figyelemre érdemes következtetéseknek kedvez.*

Könyvünk következő fejezetében az értékpapír-elemzés egyes fogalmaival és lehetséges eredményeivel foglalkozunk. A brókercégeknél foglalkoztatott elemzők jelentős része kiváló hasznára válhat a jóhiszemű befektetőnek, aki biztos akar lenni abban, hogy megkapja azt, ami a pénzéért jár - sőt, ha lehetséges, még többet is annál. Ahogy a bróker esetében, itt is már a legelejétől fogva arra van szükség, hogy az elemző egyértelműen tisztában legyen a befektető hozzáállásával és céljaival. Ha az elemző meggyőződött arról, hogy a vele szemben álló ügyfél az árfolyam helyett az értékre összpontosít, jó esélye van annak, hogy ajánlásai valós előnyöket biztosítanak a befektető számára.

A pénzügyi elemzők CFA minősítése

1963-ban fontos lépés történt a pénzügyi elemzők szakmai pozíciójának megszilárdítása és felelősségük meghatározása irányában. Az okleveles pénzügyi elemző (CFA) hivatalos címet olyan tapasztaltabb gyakorló elemzők szerezhetik meg, akik a szükséges vizsgák teljesítésével, illetve az alkalmasságukat vizsgáló egyéb tesztekkel bizonyítják képességeiket.¹ Az anyag az értékpapír-elemzés és a portfólió-kezelés területeit fedi le. A jól ismert könyvvizsgáló minősítéssel (certified public accountant, CPA) való párhuzam nyilvánvaló és szándékos. Az elismerés és ellenőrizhetőség e viszonylag új eszköze a pénzügyi elemzői hivatás színvonalát hivatott emelni, és ennek eredményeként valóban szakmai alapokra helyezni munkájukat."

* Ma már rendkívül szokatlan dolog, ha az értékpapír-elemző az egyszerű földi halandóknak is megengedi, hogy közvetlenül elérjék őt. Jellemzően csak az intézményi befektetők nemes rétege számára megengedett, hogy a mindenható Wall Street-i elemző trónusát megközelítse. Az egyéni befektető már akkor is szerencsésnek mondhatja magát, ha a New York Cityn kívül működő, „regionális” brókercégek elemzőit felhívhatja. A nyilvánosan jegyzett vállalatok webhelyén a befektetői kapcsolatokkal foglalkozó oldalakon megtalálható a részvényt követő elemzők listája. Az olyan weboldalakon, mint a www.zacks.com vagy a www.multex.com, elemzők jelentéseinek széles választékát találjuk - ám az intelligens befektető egy pillanatra sem felejt el, hogy az elemzők többsége nem a vállalatot elemzi, sokkal inkább a jövőbeli részvényárakra vonatkozó jóslatokba bocsátkozik.

** Benjamin Graham a CFA-program egyik elsődleges szószólója volt, aki annak megvalósítása előtt közel két évtizedig támogatta az ügyet.

Brókerházak

Könyvünk átdolgozása idején az egyik legtöbb aggodalomra okot adó fejlemény a New York-i Értéktőzsde jó néhány tagjának - köztük két jelentős méretű brókerháznak - a pénzügyileg szorult helyzete, magyarul mondva csődje vagy csődközeli helyzete." Több mint fél évszázada ez volt az első eset, hogy ilyen történt, és ez több okból is elképesztő. A New York-i Értéktőzsde évtizedeken át afelé tartott, hogy mind szorosabb és szigorúbb ellenőrzés alá vonja tagjai működését és pénzügyi feltételeit - például a minimális tőkekövetelmények meghatározása, váratlan pénzügyi ellenőrzések stb. formájában. Emellett az Amerikai Értékpapír- és Tőzsd felügyelet is 37 év óta ellenőrzi a tőzsdéket és azok tagjait. Ráadásul a részvénybrókeri iparág kedvező körülmények között működött - jelentős forgalomnövekedés, a versenyképes árakat megakadályozó, rögzített minimumjuttalékok, valamint korlátozott számú tag jellemezte a tőzsdéi brókerházak világát.

A brókerházak első pénzügyi problémáit (1969-ben) magának a forgalomnövekedésnek tulajdonították. Állításuk szerint ez túlterhelte rendszereiket, megnövelte rezsiköltségeiket, és számos gondot okozott a pénzügyi elszámolások terén is. Megemlítenénk, hogy a történelem során talán először fordult elő, hogy fontos vállalkozások azért mentek csődbe, mert több munkájuk volt, mint amennyit kezeim bírtak. Majd 1970-ben, amikor a brókerházak száma növekedett, főként a „csökkenő forgalmat” okolták ezért. Különös kifogás, ha figyelembe vesszük, hogy a NYSE 1970-es összforgalma 2937 millió részvényre rúgott, amely a történelme során valaha mért *legnagyobb* forgalom, és több mint kétszer meghaladja az 1965 előtti évek bármelyikének a forgalmát. A bika piac 1964-ben véget ért 15 éve alatt az éves forgalom átlaga „csupán” 712 millió részvény volt - negyede az 1970-es értéknek -, ám a brókeripar történelmének legprosperálóbb időszakát élvezhette. Ha a tőzsdetagok hagyták rezsit és egyéb költségeiket olyan ütemben növekedni, amit már a forgalom mérsékelte és az évek csak egy részében bekövetkező visszaesése esetén sem tudnak elviselni - márpedig úgy tűnik, hagyták -, az sem üzleti ítéloképességüket, sem pénzügyi konzervativizmusukat nem dicséri.

A pénzügyi problémák harmadik magyarázatát sokáig titkolni próbálták az érintettek. Azt gyanítjuk, hogy a három ok közül ez a legvalószínűbb és a legfontosabb. Úgy tűnik, hogy az érintett brókerházak tőkéjük jelentős hányadát a partnereik tulajdonában lévő részvényekben tartották. Ezek egy része erősen

* A két cég, amelyre Graham gondolt, minden bizonnyal a Du Pont, Glore, Forcan & Co. és a Goodbody & Co. A Du Pont amelyeket a vegyipari vagyoni örökösei alapítottak) csak azt követően menekült meg a fizetési képtelenségtől, hogy H. Ross Perot texasi vállalkozó több mint 50 millió dolláros kölcsönt adott a cégnek; a Goodbody, az Amerikai Egyesült Államok ötödik legnagyobb brókerháza elbukott volna, ha 1970 végén a Merrill Lynch nem vásárolja fel. Felvásárlás nélkül a Hayden, Stone & Co. is csődbe ment volna. 1970-ben nem kevesebb mint hét brókerház ment tönkre. John Brooks a *The Go-Go Years* (John Wiley & Sons, New York, 1999) című könyvében élvezetesen meséli el a Wall Street 1960-as évek második felében végbement féktelen bővülésének bohózatba illő történetét.

Az intelligens befektető

spekulatív, nagyon magas árfolyamon forgó papír volt. Amikor a piac 1969-ben esni kezdett, ezen értékpapírok árfolyama drámai módon zuhant, és ezzel együtt e cégek tőkéjének komoly része is a semmibe veszett.² A partnerek tulajdonképpen azzal a tőkével spekuláltak, amelynek az lett volna a szerepe, hogy megvédje az ügyfeleket a brókeripar szokásos pénzügyi kockázatától, és azzal a szándékkal tették ezt, hogy duplán profitáljanak ebből a pénzből. Ez megbocsáthatatlan; ennél többet nem kívánunk szólni erről.

A befektetőnek nemcsak pénzügyi politikájának kialakításához, hanem az ahhoz kapcsolódó részletekhez is fel kell használnia intelligenciáját. Ezek közé tartozik az, hogy jó hírű brókert válasszon ki megbízásai teljesítéséhez. Korábban elegendő volt azt tanácsolni olvasóinknak, hogy kizárólag a New York-i Értéktőzsde tagjai közül válasszanak brókert, kivéve, ha valamilyen kényszerítő körülmény miatt nem tag bróker cég szolgáltatásait kell, hogy igénybe vegyék. Kelletlenül bár, de kénytelen vagyunk további tanácsokkal szolgálni ezen a területen. Úgy gondoljuk, hogy mindazok, akik nem kívánnak hitelből kereskedni - és az általunk használt terminológia szerint az összes nem professzionális befektető ide tartozik - bankjukon keresztül intézzék értékpapírjaik átadását és átvételét. Amikor vételi megbízást adunk brókerünknek, utasítsuk, hogy a megvásárolt értékpapírokat a bankunk által teljesített fizetés ellenében szállítsák a bankba; amikor eladni kívánunk, kérjük bankunkat, hogy szállítsák az értékpapírokat a bróker céghez, és gyűjtsék be tőlük az értékesített papírok ellenértékét. Igaz, hogy ezek a szolgáltatások többletköltséggel járnak, de az általuk nyújtott biztonság és nyugalom bőven megéri a kiadásokat. Ez a tanácsunk akkor, és csakis akkor hagyható figyelmen kívül, ha a befektető meggyőződött arról, hogy a tőzsdei bróker cégek összes problémája rendeződött.*

Befektetési bankok

A „befektetési bank” kifejezést olyan cégekre használják, amelyek komoly szerepet játszanak új részvények és kötvények kibocsátásában, aláírásában és értékesítésében. (Az aláírás azt jelenti, hogy a befektetési bank garantálja a kibocsátónak, hogy a kibocsátásra kerülő értékpapírokat kivétel nélkül eladja.) Számos bróker cég végez valamilyen szintű aláírói tevékenységet. Ez általában a vezető befektetési bankok által alakított szindikátusokban való részvételükre korlátozódik. A bróker cégek újabban hajlamosak arra, hogy új értékpapírok kibocsátását finanszírozzák, különösen kis volumenű törzsrészvények esetében, amikor a bika piac ereje teljében van.

* Napjainkban szinte már az összes bróker közvetítésével történő tranzakciót elektronikusan hajtják végre, és az értékpapírokat fizikailag már nem „szállítják le”. A Securities Investor Protection Corporation (SIPC) 1970-es megalapításának köszönhetően a befektetők garantáltan visszakapják számlájuk teljes értékét, ha bróker cégük fizetéseképtelenné válik. A SIPC a bróker cégeknek a kormányzat által kötelezővé tett társulása; tagjai megállapodtak, hogy közös pénzalapot létesítenek, amelyből a fizetéseképtelenné váló bármely cég ügyfeleinek veszteségeit fedezi. A SIPC védelme feleslegessé teszi, hogy a befektetők a Graham által javasolt módon, banki közvetítésen keresztül bonyolítsák le a piaci tranzakcióikhoz kapcsolódó pénz- és értékpapírmozgást. (A SIPC magyar megfelelője a Befektetővédelmi Alap, a BEVA - A szerk.)

A befektetési bankok a Wall Street közösségének talán legnagyobb tiszteletnek örvendő tagjai, mert a pénzügyek pontosan itt töltik be azon építő szerepüket, amely által új tőkét biztosítanak a vállalatok bővüléséhez. Az aktív részvénypiacok működtetésének elméleti indokltsága - gyakori spekulatív túlzásaik ellenére - nagyrészt abból fakad, hogy a szervezett keretek között megvalósuló értékpapír-kereskedés elősegíti az újonnan kibocsátott kötvények és részvények értékesítését. Ha a befektetők vagy spekulánsok nem számíthatnának a nekik felajánlott új értékpapírok aktív piacára, nagy valószínűséggel visszautasítanák a papírok megvásárlását.

A befektetési bankár és a befektető közötti kapcsolat alapvetően az értékesítő és a potenciális vásárló közöttivel egyenértékű. Korábban sok éven át az új kibocsátások dollárban számított értékének nagy részét olyan kötvénykibocsátások alkották, amelyeket főként a bankokhoz és a biztosítótársaságokhoz hasonló pénzügyi intézmények vásároltak meg. Egy ilyen ügylet során az értékpapír eladója képzett és tapasztalt vevőkkel kerül kapcsolatba, ezért a befektetési bankárok ezen ügyfeleknek szóló ajánlásai alapos és skeptikus mérlegelésnek kell, hogy megfeleljenek. Így ezek a tranzakciók szinte minden esetben korrekt feltételek mentén zajlanak le.

Ám az *egyéni* értékpapír-vásárló és a befektetési bankok közötti kapcsolatban egészen más a helyzet (és ilyen szempontból az értékpapír-kibocsátáson aláírói szerepet vállaló brókercég a befektetési bankkal egyenértékű). E területen a vásárló gyakran tapasztalatlan, és a legkritikább esetben kellően képzett. Az eladó könnyedén befolyásolhatja azzal, amit elmond neki, különösen részvénykibocsátások esetében, hiszen a befektetők szinte kivétel nélkül azzal a be nem vallott céllal vásárolnak, hogy gyors nyereséget érjenek el. Ennek az a következménye, hogy az egyszerű egyéni befektető védelme nem annyira saját kritikai képességétől, jóval inkább a kibocsátást szervező brókerek lelkiismeretétől és etikus magatartásától függ.³

Az értékpapír-kibocsátásokon aláíró cégek tisztességét és szakértelmét dicsérik, hogy viszonylag sikeresen ötvözik a tanácsadó és az értékesítő egymással ellentétes szerepét. Ennek ellenére oktalanság lenne a vevő részéről, ha az eladó ítéletére bízna önmagát. Könyvünk 1959-es kiadásában a következőket írtuk ennél a pontnál: „Ennek a kettős szerepnek a káros következményei újra és újra felmerülnek az aláírás területén, és jelentős hatást gyakorolnak az aktív spekuláció időszakában kibocsátott új részvények értékesítésére.” Nemsokára ki is derült, hogy milyen nagy szükség volt erre a figyelmeztetésre. Ahogy már jeleztük, az 1960-61-es és az 1968-69-es éveket az alacsonyabb minőségű kibocsátások korábban soha nem látott tömege jellemezte. A papírokat nevetségesen magas kibocsátási áron értékesítették a nagyközönségnek, amelyet a féktelen spekuláció és némi piaci manipuláció sok esetben még feljebb repített. Különböző mértékben a fontosabb Wall Street-i brókerházak közül is jó néhány részt vett ezekben az egyáltalán nem dicséretes ügyletekben, ami jól példázza, hogy a mohóság, a butaság és a felelőtlenség jól ismert hármását még mindig nem sikerült száműzni a pénzügyek világából.

Az intelligens befektető

Az intelligens befektető figyelemmel követi a befektetési bankházaktól kapott tanácsokat és ajánlásokat, különösen akkor, ha kiváló hírnevű intézménytől kapja őket; ám ügyel arra, hogy megalapozott és független ítéletet alkosson ezekről a tanácsokról - ha kellően hozzáértő, akkor egyedül, ha nem, akkor valamilyen más típusú tanácsadó segítségével.*

Egyéb tanácsadók

Régi, jól bevált szokás - főleg a kisebb városokban -, hogy a befektetésekről a helyi bankár tanácsát is kikérik. Egy kereskedelmi banki tisztviselő vélhetően nem tetszeleghet az értékpapírok értékelésének tévedhetetlen szakértőjének szerepében, ám tapasztalt és konzervatív szakember. Különösen a képzetlen befektető számára bizonyulhat hasznosnak, aki könnyen elcsábulhat, és letérhet az óvatos befektetési politika egyenes és izgalmtól mentes útjáról, és éppen ezért szüksége lehet egy óvatos elme támaszt adó útmutatására. Minél felkészültebb és agresszívabb a befektető, és így^r minél inkább az értékpapírok alkalmi vételeivel kapcsolatban igényel tanácsokat, annál kevésbé fogja a kereskedelmi bankár nézőpontját a saját céljaihoz illőnek találni."

Sokkal kritikusabb véleményt kell megfogalmaznunk a rokonoktól vagy barátoktól kért befektetési tanácsok széles körben elterjedt gyakorlatával szemben. A tanácsot kérő jellemzően azt gondolja, hogy jó oka van a megkérdezett széles körű ismereteit és tapasztalatait feltételezni. Saját megfigyeléseink viszont azt mutatják, hogy csaknem ugyanolyan nehéz elfogadható laikus tanácsadót találni, mint segítség nélkül kiválasztani a megfelelő értékpapírokat. Sok rossz tanácsot adtak már ingyen.

Összefoglalás

A vagyonuk kezeléséért fizetni hajlandó befektetők bölcsen teszik, ha régi, jól ismert és mások által ajánlott befektetési tanácsadó céget választanak. Egy másik lehetőség, ha a nagy befektetési társaságok tanácsadó részlegeit vagy a New York-i Értéktőzsde vezető brókercégeinek külön díj ellenében elérhető kiegészítő szolgáltatásait veszik igénybe. Egyik esetben sem számíthatnak kivételes eredményekre, sokkal inkább az átlagosan jól értesült és óvatos befektető által elérhető hozamokra.

A legtöbb értékpapír-vásárló anélkül kap tanácsokat, hogy külön fizetne értekük. Logikus tehát, hogy az esetek többségében nincs alapjuk arra, hogy ezektől a tanácsoktól az átlagnál jobb eredményeket várjanak el. Óvakodniuk kell az olyan emberektől - legyenek azok brókerek vagy értékesítők -, akik látványos jövedelmet vagy nyereséget ígérnek. Ez az értékpapírok kiválasztására és a piaci

* Azokat, akik megfogadták Graham tanácsát, nem lehetett csőbe húzni az internetes vállalatok 1999-es és 2000-es részvénykibocsátásaival.

** A bankároknak ezt a hagyományos szerepét főként a könyvelők, ügyvédek és pénzügyi tervezők vették át.

A befektető és tanácsadói

kereskedés művészetére vonatkozó nehezen megfogható (és esetenként csalóka) tanácsokra egyaránt érvényes.

A - saját definíciónk alapján - óvatosnak minősülő befektetők általában nem rendelkeznek a szükséges ismeretekkel ahhoz, hogy függetlenül megítélhessék tanácsadók értékpapírokkal kapcsolatosan adott ajánlásait. Ám egyértelműen - és ismétlődően - közölhetik velük, hogy milyen típusú értékpapírokat kívánnak megvásárolni. Ha követik előírásainkat, akkor kiváló besorolású kötvények és vezető vállalatok részvényeinek tartására szorítkoznak, amelyeket lehetőség szerint a tapasztalatok és az elemzések fényében nem túl magasnak minősülő egyedi árszinteken vásárolnak meg. A jó hírű tőzsdei brókercégek értékpapír-elemzői képesek egy ilyen részvényekből álló, megfelelő lista összeállítására, és meg tudják ítélni, hogy az aktuális árszint a múltbéli tapasztalatok alapján ésszerűen konzervatívnak tekinthető-e.

A vállalkozó szellemű befektető rendszerint aktív együttműködést alakít ki tanácsadóival. Elvárja tőlük, hogy részletesen kifejtsek javaslatukat, és ragaszkodik ahhoz, hogy saját maga ítélje meg azokat. Ez azt jelenti, hogy a befektető az adott területen meglévő tudásszintjéhez és tapasztalataihoz fogja igazítani értékpapírműveleteinek a jellegét, illetve az azokkal szembeni elvárásait. A befektetőnek csak kivételes esetben és kizárólag azt követően szabad a tanácsadók azon javaslatai alapján cselekednie, amelyeket nem képes teljes mértékben megérteni és megítélni, ha azok már tanúbizonyosságot adtak tisztességükről és szakértelmükről.

Mindig lesznek elvtelen értékesítők és kisztílvú részvénybrókerek; ebből kifolyólag azt tanácsoljuk olvasóinknak, hogy ha egy mód van rá, korlátozzák brókeri kapcsolataikat a New York-i Értéktőzsde tagjaira. Vonakodva bár, de kénytelenek vagyunk ehhez azt az extra óvatosságra intő tanácsot is hozzátenni, hogy az értékpapírok leszállításában és kifizetésében vegyék igénybe bankjuk közreműködését. A Wall Street-i brókercégekről kialakult aggasztó kép néhány éven belül teljesen letisztulhat, ám 1971 végén csak azt tudjuk tanácsolni, hogy: „Jobb félni, mint megijedni.”

Kommentár a 10. fejezethez

Tetszik nekem a mülétoszi leány, aki látván, hogy Thalész szüntelenül az égbolt szemlélésévé foglalkozik, és fölfelé tekintget, a lába elé tett valamit, hogy elbotoljon, ezzel figyelmeztetvén, hogy majd akkor járassa elméjét a felhőkben lévő dolgokon, ha már a lábánál heverőkről gondoskodott. Bizonynal azt is tanácsolta neki, hogy inkább önmagába nézzen, mint az égre.

(Michel de Montaigne)

Segítségre van szükségünk?

A 90-es évek végének dicsőséges napjaiban sok befektető döntött úgy, hogy inkább egyedül kíván haladni az útján. Az egyéni elemzőmunkát végző, a részvényeket saját maguk kiválasztó, tranzakcióikat pedig online brókeren keresztül intéző befektetők megkerülték a Wall Street költséges elemzési, tanácsadási és kereskedési infrastruktúráját. Sajnos a „csináld magad” elv követői közvetlenül a nagy gazdasági válság óta példátlan medve piac kezdete előtt függetlenítetté magukat - ami miatt végül úgy érezték, hogy bolondság volt az önállóság útját választani. Ez természetesen nem szükségszerűen igaz; ezekben az időkben az összes döntést a hagyományos részvénybrókerükre hagyó befektetők is komoly veszteségeket voltak kénytelenek elszenvedni.

Ám sok befektető bátorságot merít a jó pénzügyi tanácsadó tapasztalatából, ítéleteiből és véleményéből. Egyes befektetőknek külső segítségre van szükségük, hogy valaki megmutassa, milyen hozamot kell elérniük befektetéseiken, vagy mennyivel több pénzt kell félrerakniuk ahhoz, hogy elérjék pénzügyi céljaikat. Mások egyszerűen vigaszt találnak abban, ha másvalakit okolhatnak befektetéseik kedvezőtlen alakulásáért; így önmarcangolás helyett olyasvalakit kritizálhatnak, aki jellemzően nemcsak, hogy meg tudja védeni magát, hanem még bennünket is képes közben bátorítani. Ez olyan pszichológiai tartást adhat, amely pont elég lehet ahhoz, hogy olyankor is következetesen folytassuk befektetéseinket, amikor más befektetők erre képtelenek. Összességében elmondható, hogy amiként semmilyen érv nem szól az ellen, hogy saját magunk kezeljük portfoliónkat, ugyanígy semmi szégyellnivaló nincs abban sem, ha professzionális segítséget veszünk igénybe ehhez.

Honnan állapíthatjuk meg, hogy segítségre van szükségünk? Néhány erre utaló jel:

1 Az alábbi írás rendkívül elgondolkodtató módon taglalja ezeket a kérdéseket: Walter Updegrave, „Advice on Advice”, *Money*, 2003. január, 53-55. oldal.

Komoly veszteségek. Amennyiben portfoliónk értéke több mint 40 százalékát elveszítette 2000 eleje és 2002 vége között, akkor még a részvényt piac kiábrándító teljesítményét is sikerült alulmúlnunk. Szinte teljesen mindegy, hogy lustaságunkat, nemtörődömségünket vagy csupán balszerencsénket okolhatjuk, ilyen hatalmas veszteség után portfoliónk segítő kéz után kiált.

Költségvetési kudarcok. Ha az év minden részében komoly küzdelmet folytatunk azért, hogy kijöjjünk a fizetésünkből, ötletünk sincs, hogy hova folyik el a pénzünk, képtelenek vagyunk rendszeresen megtakarítani, és krónikusan csúszunk számláink határidőre történő kiegyenlítésével, akkor nem vagyunk képesek pénzügyeinket kontroll alatt tartani. Egy tanácsadó átfogó pénzügyi terv elkészítésével segíthet megfogni a pénzt, mert abban nagy vonalakban vázolja, hogyan - és mennyit - kell költenünk, kölcsönvennünk, megtakarítanunk és befektetnünk.

Kaotikus portfoliók. A 90-es évek végén túlságosan sok befektető gondolta azt, hogy portfoliójuk kellően diverzifikált, hiszen 39 „különféle” internetes részvényt vagy 7 „különböző” amerikai növekedési részvényalapot tartottak benne. Ám ez körülbelül azzal egyenértékű, mintha azt gondolnánk, hogy egy kizárólag szopránokból álló kórus könnyebben eléneklí az „Old Man River” című nótát, mint egy szoprán szólóénekes. Teljesen mindegy, hogy hány szoprán áll össze, a kórus mindaddig képtelen lesz kiénekelni azokat az alacsony hangokat, amíg néhány bariton nem csatlakozik hozzájuk. Ha a tulajdonunkban lévő értékpapírok árfolyama együtt megy fel és le, akkor hasonlóképpen hiányozni fog portfoliónkba a megfelelő diverzifikálást biztosító befektetési harmónia. Segítségünkre lehet ebben egy professzionális „eszközallokációs terv”.

Jelentős változások. Ha önfoglalkoztatóvá válunk, és nyugdíjba vonulási tervet kell készítenünk, vagy idősödő szüleinknek nincsenek rendben a pénzügyeik, vagy a gyerekek főiskolája megfizethetetlennek tűnik, egy tanácsadó nemcsak a lelki nyugalmunkat biztosíthatja, hanem valódi javulást tud véghezvinni életminőségünkben. Mi több, egy hozzáértő szakember azt is garantálni tudja, hogy profitálni tudunk az elképesztően összetett adó- és nyugdíj jogszabályokból, illetve megfelelünk azoknak.

Bízz, majd ellenőrizz!

Egy pillanatra se feledjük, miből élnek a pénzügyi szélhámosok: bebeszéli nekünk, hogy bízzunk bennük, és lebeszélnek arról, hogy utánaézzünk annak, amit mondanak. Mielőtt egy tanácsadó kezébe helyeznénk pénzügyi jövőnket, okvetlenül olyan valakit kell találnunk, aki egyrészt a feltétlen bizalmunkat élvezzi, másrészt a tisztessége is megkérdőjelezhetetlen. Ahogy Ronald Reagan szokta mondani, „bízz, majd ellenőrizz”. Először is gondoljuk végig, hogy kiket ismerünk, és kikben bízunk meg leginkább. Majd kérdezzük meg őket, tudnak-e olyan tanácsadót ajánlani, akiben ők megbíznak, és aki érzésük szerint megfelelő értéket nyújt a kapott díjazásért cserébe. Az általunk nagyra becsült emberek bizalma jó kiindulópont.²

² Ha nem sikerül megbízható ismerőstől ajánlást szereznünk, a www.napfa.org (vagy a www.feeonly.org) oldalon keresztül találhatunk csak díjalapon dolgozó pénzügyi tervezőt. (A csak díjalapon azt jelenti, hogy kizárólag az általunk a szolgáltatásért fizetett díjért, nem pedig a nekünk ajánlott pénzügyi termékek után járó jutalékért dolgozik.) Az említett szervezet tagjai általában magas színvonalon dolgozó, feddhetetlen jellemű szakemberek.

Kommentár a 10. fejezethez

Ha megvan a tanácsadó és cégének a neve, illetve a szakterülete - részvénybróker? pénzügyi tervező? könyvelő? biztosítási ügynök? -, megkezdhetjük az átvilágítását, írjuk be a tanácsadó és cége nevét egy olyan internetes keresőmotorba, mint például a Google, és böngésszük át a találatokat (különösképpen figyeljünk az olyan kifejezések előfordulására, mint a „bírság”, „panasz”, „per” „fegyelmi eljárás” vagy „felfüggesztés”). Amennyiben a tanácsadó részvénybróker vagy biztosítási ügynök, lépünk kapcsolatba az állami értékpapír-felügyelet hivatalával (a www.nasaa.org címen hasznos hivatkozások egész sorát találjuk), és kérdezzük rá, hogy indult-e fegyelmi eljárás, vagy érkezett-e ügyfélpanasza tanácsadó ellen.³ Ha pénzügyi tanácsadóként is működő könyvelőben gondolkodunk, az állami szabályozó testületektől (amelyeket a National Association of State Boards of Accountancy nevű országos szervezeten, illetve annak a www.nasba.org címen található honlapján keresztül érhetünk el) megérdeklődhetjük, hogy a kiszemelt szakember előélete rendben van-e.

A pénzügyi tervezőknek (vagy cégeiknek) vagy az Amerikai Értékpapír- és Tőzsd felügyeletnél, vagy annak az államnak az értékpapír-felügyeleténél kell regisztrálniuk, amelyben működnek. A regisztráció részeként egy ADV-úrlapnak nevezett, kétrészes dokumentumot kell beadniuk. Ezt a www.advisorinfo.sec.gov, illetve a www.iard.com webhelyeken, vagy az állami értékpapír-felügyelet honlapján tekinthetjük meg és tölthetjük le. Érdemes különös figyelmet szentelni a Disclosure Reporting Pages című szakasznak, mert a tanácsadónak itt kell felsorolnia az ellene esetlegesen indított fegyelmi eljárásokat. (Mivel a gátlástalan tanácsadók, mielőtt potenciális ügyfelüknek átadnák saját ADV-úrlapjukat, hajlamosak eltávolítani belőle ezeket az oldalakat, ezért célszerű a fent említett forrásokból beszerezni a saját példányunkat.) Ajánlott a pénzügyi tervező előéletét a www.cfp-board.org oldalon is ellenőrizni, mert a nem a saját államukban elmarasztalt tanácsadók képesek lehetnek kihasználni az ellenőrzési rendszer kiskapuit. Az átvilágításhoz további tanácsokat kaphatunk a következő oldalon lévő *keretes írásban*.

Ismerjük meg egymást!

Egyik vezető pénzügyi tervezéssel foglalkozó hírlevél több tucat tanácsadót kérdezett meg arról, hogy szerintük hogyan érdemes a leendő ügyfeleknek meginterjúvolni őket." A tanácsadó feltérképezése közben az alábbi célok lebegjenek a szemünk előtt:

- állapítsuk meg, hogy a tanácsadó törődik-e az ügyfeleivel, vagy csak úgy tesz, mintha törődne,
- derítsük ki, hogy úgy értelmezi-e a befektetés alapelveit, ahogy jelen könyv meghatározza azokat,
- mérjük fel, hogy megfelelően tanult, képzett és tapasztalt-e ahhoz, hogy segíteni tudjon nekünk.

³ Egy ügyfélpanasz önmagában nem elég nyomós ok arra, hogy alkalmatlannak minősítsünk egy tanácsadót ám a rendszeres panaszok mindenképpen óvatosságra kell, hogy intsenek. Az állami vagy szövetségi szabályozó testületek által indított fegyelmi eljárás is általában arra utal, hogy érdemes másik tanácsadó után nézni. Egy bróker előéletét a <http://pdpi.nasdr.com/PDPI> oldalon is ellenőrizhetjük.

⁴ Robert Veres, az *Inside Information* című hírlevél szerkesztője és kiadója megosztotta velünk ezeket a válasszokat. További szűrőkérdések találhatóak a www.cfp-board.org és a www.napfa.org oldalakon.

Figyelmeztető szavak

Kellő gondosságra azt követően is szükség lesz, ha már megbíztunk egy tanácsadót. Melanie Senter Lubin, a Maryland állami értékpapír-felügyelet vezetője azt tanácsolja, hogy figyeljünk azokra a szavakra és frázisokra, amelyek bajt hozhatnak ránk. Ha tanácsadónk ezeket ismételteti - vagy karunkat hátrafeszítve próbál meg nekünk tetsző dolgokra kényszeríteni -, „minél hamarabb lépünk kapcsolatba a hatóságokkal” figyelmeztet Lubin. Nézzünk példát néhány olyan szakzsargonra, amely riadót kell, hogy fújjon a fejünkben:

„Offshore”	„Sajnáltni fogja, ha nem...”
„Az életben egyszer adódik ilyen lehetőség.”	„exkluzív”
„elsőrangú bank”	„A teljesítményre fókuszáljon, ne a díjakra.”
„Mozogni fog a drága.”	„Nem szeretne gazdag lenni?”
„garantált”	„nem veszíthet”
„Sietnie kell.”	„Felfele hatalmas a mozgástér.”
„Holtbiztos dolog.”	„Lefele nem mehet.”
„saját fejlesztésű számítógépes modellünk”	„Anyámnak is vásárolok belőle.”
„Az okos pénz veszi.”	„Bízzon bennem.”
„opciós stratégia”	„árupiaci kereskedés”
„Gyerekjáték.”	„havi hozamok”
„Nem engedheti meg magának, hogy ezt kihagyja.”	„aktív eszközallokációs stratégia”
„Le tudjuk győzni a piacot.”	„A veszteséget korlátozni tudjuk.”
	„Senki más nem tudja, hogyan kell ezt csinálni.”

Következzék néhány kérdés, amelyet a vezető pénzügyi tervezők szerint a potenciális ügyfélnek érdemes feltenni a kiszemelt tanácsadónak:

Miért ezt a foglalkozást választotta? Mi a cége küldetése? Az ébresztőórát leszámítva mi készíti arra, hogy nap mint nap kikeljen az ágyból?

Mi a befektetési filozófiája? Részvényekkel vagy befektetési alapokkal dolgozik-e inkább? Igénybe vesz technikai elemzést? Használ piaci időzítést? (Az utolsó két kérdés bármelyikére adott „igen” válasz „nem” jelzés a számunkra.)

Kizárólag eszközkezelésre koncentrálnak, vagy adóügyekben, ingatlan- és nyugdíjtervezésben, költségvetés-tervezésben és adósságkezelésben, illetve biztosítási területen is ad tanácsokat? Tanulmányai, tapasztalata és képesítései alkalmassá teszik, hogy ilyen típusú pénzügyi tanácsadással foglalkozzon?⁵

⁵ Az olyan képesítések, mint a CFA, a CFP vagy a CPA azt jelzik, hogy a tanácsadó szigorú képzésen vett részt, és sikeresen vizsgázott az ott tanultakból. (A pénzügyi tervezők által lobogtatott többi betűkombináció, például a „CFM” vagy a „CMFC” sokkal kisebb jelentőséggel bír.) Ennél is lényegesebb, hogy ha felvesszük a kapcsolatot a képzést kiadó szervezettel, ellenőrizhetjük a tanácsadót, illetve meggyőződhetünk arról, hogy nem kapott-e a szabályok vagy az etikai kódex megsértése miatt fegyelmi büntetést.

Kommentár a 10. fejezethez

Általában milyen közös igényekkel jellemezhetők ügyfelei? Hogyan tud segíteni nekem elérni a céljaimat? Hogyan fogja nyomon követni az előrehaladásomat, és milyen jelentést ad arról? Kapok-e olyan ellenőrző listát, amely alapján követhetem a kidolgozott pénzügyi terv megvalósulását?

Hogyan választja ki a befektetéseket? Melyik befektetési megközelítést tartja a leg-sikeresebbnek, és milyen bizonyítékot tud mutatni arra vonatkozóan, hogy ügyfeleinél sikert ért el vele? Mit tesz, amikor valamelyik befektetés egy teljes éven át gyengén teljesít? (Az a tanácsadó, aki erre e kérdésre „eladom”-mal válaszol, nem érdemes arra, hogy megbízzuk.)

Amikor befektetéseket ajánl, elfogad-e harmadik személytől bármilyen típusú ellen-szolgáltatást? Miért, és miért nem? Milyen körülmények között? Becsülje meg, dollárban kifejezve, hogy mennyit fizetek a szolgáltatásaiért az első évben. Mitől tud ez az összeg az idők folyamán nőni vagy csökkenni? (Ha az éves díjak eszközeink értékének több mint 1 százaléka rúgnak, akkor minden bizonnyal érdemes másik tanácsadó után nézni.⁶)

Hány ügyfele van, és milyen gyakran kommunikál velük? Melyik eredményére volt a legbüszkébb az ügyfelei előtt? Milyen közös tulajdonságokkal rendelkeznek kedvenc ügyfelei? Melyik a legkellemetlenebb élménye, amelyet valamelyik ügyfelével kapcsolatban szerzett, és hogyan oldotta meg a helyzetet? Mitől függ, hogy ügyfelei vele vagy az asszisztenseivel beszélnek? Jellemzően milyen hosszan tartja meg ügyfeleit?

Mintaként megtekinthetnék egy számlakivonatot? (Ha nem igazodunk ki rajta, kérjük meg a tanácsadót, hogy magyarázza el. Ha a magyarázatát sem értjük, nem ő a számunkra megfelelő tanácsadó.)

Pénzügyileg sikeresnek tartja magát? Miért? Hogyan definiálná a pénzügyi sikert?

Mekkora éves átlaghozam érhető el a befektetéseimen? (Bármely 8 vagy 10 százalék feletti érték valószerűtlen.)

Megmutatná nekem az életrajzát, az ADV-úrlapját és legalább három referenciát? (Amennyiben a tanácsadó vagy cége ADV-úrlap beadására kötelezett, de nem hajlandó adni belőle egy példányt, álljunk fel, és hagyjuk ott - ám kifejeletlenül tartjuk egyik kezünket a tárcánkon.)

Aadtak már be valaha ön ellen hivatalos panaszt? A legutolsó ügyfél, amelyik otthagyta önt, miért tette ezt?

Önnön legfőbb ellenségünk legyőzése

Végezetül ne feledkezzünk meg arról, hogy nem minden bokorban teremnek kiváló pénzügyi tanácsadók. A legjobbaknak gyakran olyan sok ügyfelük van, amennyit csak kezelni tudnak - és csak akkor lesznek hajlandók elvállalni bennünket, ha mi is megfelelünk nekik. Így tőlük is kemény kérdésekre számíthatunk, például ilyenekre:

Miért érzi úgy, hogy pénzügyi tanácsadóra van szüksége?

Milyen hosszú távú célokkal rendelkezik?

⁶ Ha 100000 dollárnál kevesebbet tudunk befektetni, nem biztos, hogy találunk olyan pénzügyi tanácsadót, aki hajlandó kezelni a számlánkat. Ebben az esetben vásároljuk meg alacsony költségű indexalapok diverzifikált kosarát, kövessük ennek a könyvnek a tanácsait, és portfóliónk értéke rövid időn belül olyan szintre nő, hogy már megengedhetjük magunknak a tanácsadók szolgáltatásait.

Kommentár a 10. fejezethez

Mi volt a leginkább zavaró dolog, amellyel más tanácsadóknál (saját magát is ideértve) találkozott?

Van költségvetése? Addig nyújtózkodik, amíg a takarója ér? Eszközeinek hány százalékát éli fel évente?

Ha egy év múlva visszanézünk, milyen eredményt kell felmutatnom ahhoz, hogy elégedett legyen?

Hogyan kezeli a konfliktusokat és a véleménykülönbségeket?

Hogyan reagált érzelmileg a 2000-ben kezdődő medve piacra?

Mik a legrosszabb pénzügyi félelmei? Legnagyobb pénzügyi reményei?

Milyen hozamot tart reálisnak a befektetési után? (Válaszát a 3. fejezetben leírtak alapján adja meg.)

Az a tanácsadó, aki nem tesz fel ehhez hasonló kérdéseket - vagy nem mutat annyi érdeklődést irántunk, hogy megérezze, milyen kérdéseket várunk el tőle - nem jó választás.

Mindennél fontosabb: legalább annyira meg kell bízunk a tanácsadónkban, hogy engedjük őt megvédeni minket a legrosszabb ellenségünktől - azaz saját magunktól. „Nem azért bízunk meg egy tanácsadót - indokolja Nick Murray pénzügyi jegyzetírő-, hogy a pénzünket, hanem hogy minket kezeljen.”

„Ha a tanácsadó a saját magunk és a legrosszabb ösztönös hajlamaink közötti védelmi vonal szerepét tölti be - mondja a pénzügyi tervezés elemzésével foglalkozó Robert Veres - akkor olyan rendszereket kell, hogy alkalmazzon, amelyek segítenek kontroll alatt tartani e hajlamainkat.” Ilyen rendszer lehet:

- egy **átfogó pénzügyi terv**, amely azt körvonalazza, hogyan fogjuk megkeresni, megtakarítani, elkölteni, kölcsönvenni és befektetni pénzünket;
- egy, a **befektetési politikánkkal kapcsolatos nyilatkozat**, amely a befektetéshez való alapvető viszonyulásunkat határozza meg;
- egy **eszközallokációs terv**, amely azt részletezi, hogy mennyi pénzt fogunk tartani a különböző befektetési kategóriákban.

Ezek azok az építőelemek, amelyekre a jó pénzügyi döntéseket alapozni lehet, és amelyeket közösen - nekünk és a tanácsadónak együttesen - kell létrehozni, nem szabad, hogy valamelyik fél egyoldalúan határozza meg őket. Egyetlen dollárt nem szabad befektetni, és egyetlen döntést sem szabad meghozni mindaddig, amíg ezek az alapok vágyainknak megfelelő módon a helyükre nem kerültek.

11. FEJEZET

Értékpapír-elemzés a nem hivatásos befektetőknek: általános megközelítés

A pénzügyi elemzés ma már jó hírű és virágzó hivatás - vagy „félhivatás”. A pénzügyi elemzők országos szövetségét, a National Federation of Financial Analysts nevű szervezetet alkotó elemzői társaságoknak több mint 13000 tagja van, akiknek a zöme ezzel a szellemi tevékenységgel keresi meg a megélhetésrevalót. A pénzügyi elemzők tankönyvekkel, etikai szabályzattal és negyedévente megjelenő szaklappal rendelkeznek.¹ Mi több, megoldatlan problémákkal is. Az elmúlt években az „értékpapír-elemzés” általános fogalma helyett elkezdtek használni a „pénzügyi elemzés” kifejezést. Az utóbbi szélesebb területet fed le, és pontosabban leírja a Wall Streeten dolgozó vezető elemzők munkáját. Célszerű lenne az értékpapír-elemzés fogalmát főként a részvények és kötvények vizsgálatára és értékelésére korlátozni, míg a pénzügyi elemzés ezeken túlmenően a befektetési politika meghatározását (a portfólió-kiválasztást) is felölelné, jelentős mennyiségű általános gazdasági elemzéssel egyetemben.¹ Függetlenül attól, hogy melyik megnevezés a legmegfelelőbb, ebben a fejezetben elsősorban az értékpapír-elemző szűkebb értelemben vett munkájára helyezük a hangsúlyt.

Az értékpapír-elemző egy adott értékpapír múltjával, jelenével és jövőjével foglalkozik. Bemutatja a vállalatot; összefoglalást ad működési eredményeiről és pénzügyi helyzetéről; meghatározza erős és gyenge pontjait, lehetőségeit és kockázatait; különböző feltételezések alapján megbecsüli a jövőbeli jövedelmezőképességét, illetve „legjobb becslést” ad arra. Átfogó összehasonlítást készít a különböző cégekről, vagy ugyanannak a vállalatnak a különböző időpontokban tapasztalt helyzetéről. Végül véleményt nyilvánít az értékpapír biztonságosságáról (amennyiben a vizsgált papír kötvény vagy befektetési besorolású elsőbbségi részvény), illetve közli, hogy mennyire tartja vonzó vételnek (ha törzsrészvényről van szó).

A fenti feladataihoz számos módszert vesz igénybe az értékpapír-elemző. Ezek a teljesen egyszerű, alapszintű technikáktól a nehezen érthető, összetett eljárásokig

* A National Federation of Financial Analysts ma Association for Investment Management and Research néven működik, „negyedévi” szakmai kiadványa, a *Financial Analysts Journal* pedig már minden második hónapban megjelenik.

Értékpapír-elemzés a nem hivatásos befektetőnek

terjednek. Az elemző akár jelentősen is módosíthatja a vállalat éves jelentéseiben közölt számokat, noha azok *hitelességét* minden esetben független könyvvizsgáló tanúsítja. Ezekben a jelentésekben elsődlegesen olyan tételek után kutat, amelyek a valóságban nagymértékben eltérhetnek az ott közölt értékektől.

Az értékpapír-elemző a biztonság olyan mérőszámait dolgozza ki és alkalmazza, amelyek alapján képes megítélni, hogy adott kötvény vagy elsőbbségi részvény kellően stabil és ígéretes-e ahhoz, hogy befektetési céllal vételre érdemesnek minősíthető legyen. Ezek a mérőszámok elsősorban a múltbeli átlagos eredményhez kötődnek, de az elemző a tőkeszerkezettel, a forgótőkével, az eszközértékekkel és egyebekkel is foglalkozik.

A részvények esetében az értékpapír-elemző egészen a közelmúltig csak ritkán alkalmazott ezek értékelésére alkalmas, a kötvények és elsőbbségi részvények biztonságát mutató mérőszámokhoz hasonlóan jól meghatározott mérőszámokat. Legtöbbször megelégedett a múltbeli teljesítmény összegzésével, egy többé-kevésbé általános jövőbeli előrejelzéssel - amelyben elsősorban a következő 12 hónapra fókuszált - valamint egy viszonylag önkényes következtetéssel. Az utóbbit gyakran úgy vonta le, hogy közben egyik szemét a részvényárfolyamon vagy a piaci árfolyamgörbéken tartotta - és tartja mind a mai napig. Az elmúlt néhány évben azonban a gyakorló elemzők egyre nagyobb figyelmet kezdtek fordítani a növekedési részvények értékelésének problémájára. Ezek közül jó néhány a múltbeli és jelenlegi nyereségeikhez képest olyan magas árfolyamon forog, hogy az őket ajánló elemzők kötelességüknek érzik a vételt a vállalatok várható jövőbeli eredményeinek a meglehetősen hosszú távú előrejelzésével indokolni. Szükségszerűen igen bonyolult matematikai módszereket vettek igénybe, hogy alátámasszák az így becsült értékeket.

A későbbiekben egyszerűsített formában foglalkozunk ezekkel a módszerekkel. Most azonban egy nyugtalanító paradoxonra kell felhívunk a figyelmet, amely szerint a matematikai alapon történő értékelés pontosan azokon a területeken vált leginkább meghatározóvá, ahol a legkevésbé tekinthető megbízhatónak. Hiszen minél inkább a jövőre vonatkozó várakozásoktól függ az értékelés - és minél kevésbé kötődik a múltbeli, már bizonyított teljesítményhez -, annál inkább ki van téve a téves számítások és a komoly hibák veszélyeinek. A nyereség sokszorosán forgó növekedési részvény értékének nagy része jövőbeli előrejelzésekből származik, amelyek - talán a növekedési ütem kivételével - lényegesen eltérnek a múltbeli teljesítménytől. Így kijelenthető, hogy az értékpapír-elemzők azokban a helyzetekben kényszerülnek a leginkább a matematika eszközeivel élni és „tudományosan” eljárni, amikor azok a legkevésbé képesek hozzájárulni a pontos értékeléshez.”

* Minél magasabb növekedési ütemet jelzünk előre, és minél hosszabb jövőbeli időszakra becsülünk, előrejelzésünk annál érzékenyebb lesz a legapróbb hibára is. Ha például azt jósoljuk, hogy egy jelenleg részvényenként egy dollár nyereséget elérő vállalat az elkövetkező 15 év során évi 15 százalékkal lesz képes növelni profitját, akkora részvényenkénti eredménye 8,14 dollár lesz az időszak végén. Ha a piaca nyereség 35-szörösére árazza be a vállalatot, akkor a részvény durván 285 dollárt fog ekkor érni. Ám ha a nyereség 15 helyett „csupán” 14 százalékkal nő, akkor a vállalat részvényenként 7,14 dollárt keres az időszak végén - és az

Haladjunk azonban most tovább az értékpapír-elemzés fontosabb elemeinek és módszereinek bemutatásával. A rendkívül rövid és tömör összefoglalót a nem professzionális befektető igényeinek megfelelően állítottuk össze, akinek legalább azt meg kell értenie, hogy miről beszél az értékpapír-elemző, és mit akar ezzel mondani. Emellett lehetőség szerint legyen képes különbséget tenni a felületes és a megalapozott elemzés között.

A nem hivatásos befektető számára az értékpapír-elemzés a vállalat éves pénzügyjelentésének értelmezésével kezdődik. Ennek a témának *The Interpretation of Financial Statements* címmel egy egész könyvet szenteltünk.²Nem tartjuk sem szükségesnek, sem alkalmasnak, hogy a mostani fejezetben megismételjük az ott leírtakat, különösen azért nem, mert ebben a könyvben a hangsúlyt az elvekre és a témához való hozzáállásra, nem pedig az információra és a részletes leírásra helyezzük. Engedje meg az olvasó, hogy továbblépjünk a befektetések kiválasztása mögött rejlő két alapkérdésre. Melyek az elsődleges módszerek, amelyekkel megállapítható egy vállalati kötvény vagy elsőbbségi részvény biztonsága? Melyek a részvényértékelés legfontosabb tényezői?

Kötvényelemzés

Az értékpapír-elemzés legmegbízhatóbb és éppen ezért legmegbecsültebb ága a kötvények és a befektetési besorolású elsőbbségi részvények biztonságával, más-képpen fogalmazva azok minőségével foglalkozik. A vállalati kötvények legfőbb ismérve, hogy az elmúlt többéves időszakban hányszorosan fedte le a komplett kamatköltséget a vállalat teljes nyeresége. Elsőbbségi részvények esetén azt a számot kell figyelni, amely azt mutatja, hogy a kötvények kamatának és az elsőbbségi részvények osztalékának összegét hányszorosan haladja meg az eredmény.

A különböző szaktekintélyek eltérő értékeket fogadnak el megfelelőnek. Mivel ezek a vizsgálatok alapján véve önkényesek, nincs mód a leginkább megfelelő kritériumok meghatározására. A *Security Analysis* című tankönyvünk 1961-es átdolgozásában a 22.2. táblázatban látható „fedezeti” mutatószámok használatát javasoltuk.”

alacsonyabb növekedési ütemtől kiábrándulttá váló befektetők már nem hajlandók a nyereség 35-szörösét megadni a papírokért. Ha, mondjuk, csak hússzoros szorzóval forogna a papír, akkor az időszak végén az árfolyama csupán 140 dollár lenne, ami kevesebb mint fele az előbb kiszámított értéknek. Mivel a magas szintű matematikai műveletek a pontosság látszatát kölcsönzik a jövőre vonatkozó előrejelzések egyébként eredendően bizonytalan folyamatának, a befektetőknek rendkívül szkeptikusnak kell lenniük azzal szemben, aki az összetett számításokat tartja az alapvető pénzügyi problémák megoldásának. Ahogy Graham fogalmaz: „A Wall Streeten szerzett negyvennégy évnyi tapasztalatom és vizsgálódásaim során soha nem találkoztam a részvények értékelésével vagy a befektetési politikákkal kapcsolatos olyan megbízható számításokkal, amelyekhez nem bizonyultak elegendőnek az egyszerű matematikai vagy a legalapvetőbb algebrai műveletek. A differenciál- és integrálszámítás vagy a felsőbb szintű algebra használata arra figyelmeztet, hogy a számításokat végző elemző elmélettel igyekezett helyettesíteni a tapasztalatot, illetve a befektetés megtévesztő látszatát próbálta kölcsönözni a spekulációnak.” (Lásd 470. oldal)

* 1972-ben a vállalati kötvények befektetőinek nem nagyon volt más választásuk, mint hogy saját maguk állítsák össze portfóliójukat. Napjainkban nagyjából 500 kötvényalap fektet be vállalati kötvényekbe, kényel-

11.1. táblázat: Kötvények és elsőbbségi részvények ajánlott minimális „fedezeti mutatói”

A. Befektetési besorolású kötvények

A nyereség és az összes fix költség minimális aránya

Vállalat típusa	Társasági adó előtti eredmény		Társasági adó utáni eredmény	
	Elmúlt 7 év átlaga	Alternatíva: a „leggyengébb évhez” viszonyítva	Elmúlt 7 év átlaga	Alternatíva: a „leggyengébb évhez” viszonyítva
Közműszolgáltató	4	3	2,65	2,10
Vasúttársaság	5	4	3,20	2,65
Ipari vállalat	7	5	4,30	3,20
Kereskedelmi vállalat	5	4	3,20	2,65

B. Befektetési besorolású elsőbbségi részvények

Itt is a fenti minimális fedezeti mutatókat szükséges figyelembe venni, ám az adózási előtti nyereséget kell a fix költség plusz az elsőbbségi osztalék kétszeresének összegével elosztani.

MEGJEGYZÉS: Az elsőbbségi osztaléknak azért a kétszeresével számolunk, mert ez a kiadás nem csökkenti a társasági adót, míg a kamatköltségek igen.

C. Egyéb kategóriájú kötvények és elsőbbségi részvények

A fenti mutatószámok nem alkalmazhatók (1) a közműszolgáltató holdingtársaságokra, (2) a pénzügyi vállalatokra és (3) az ingatlantársaságokra. Az ezekre a speciális társaságokra érvényes követelményekkel most nem foglalkozunk.

Ezt az alapszintű vizsgálatot csak többéves időszak átlagos eredményeire lehet alkalmazni. Más szaktekintélyek megkövetelik, hogy adott *minimális* fedezetet minden vizsgált évre ki lehessen mutatni. Mi személy szerint a hétéves átlag tesztjének *alternatívájaként* a „leggyengébb év” vizsgálatát is elfogadjuk; elégségesnek tartjuk, ha a kötvény vagy az elsőbbségi részvény a két feltétel bármelyikének megfelel.

Az olvasó felvetheti, hogy a kötvénykamatlábak 1961 óta bekövetkezett jelentős növekedése a fedezeti mutatót ezt valamilyen mértékben ellentételező csökkentését indokolná. Nyilvánvalóan 8 százalékos kamatlábnál sokkal nehezebb egy ipari vállalatnak hétszeresen fedeznie a kamatköltségeit, mint 4,5 százalékos kamatlábnál. Erre a megváltozott helyzetre való tekintettel olyan alternatív feltételt javasolunk, amely az adósság *névértékéhez* viszonyítva, százalékos formában vizsgálja az elért nyereség mértékét. Ipari vállalat esetén 33 százalékot, közműszolgáltató esetében 20 százalékot, vasúttársaság esetén pedig 25 százalékot kell, hogy adózás előtt elérjen

mes, jól diverzifikált csomagokat hozva létre ezen értékpapírokból. Mivel 100000 dollárnyi tőke alatt nem lehetséges diverzifikált kötvényportfóliót felépíteni, a tipikus intelligens befektető azzal jár a legjobban, ha egész egyszerűen egy alacsony költségű kötvényalapot vásárol, és a kutatási, valamint elemzési munkát, annak minden nyűgével-bajával, az alapkezelőire hagyja. A kötvényalapokról a 4. fejezethez írt *kommentárunkban olvashatunk bővebben.*

ez az arány. Mindazonáltal nem szabad elfelejteni, hogy a legtöbb vállalat esetében a teljes hitelállományuk után ténylegesen fizetett kamatláb lényegesen elmarad az aktuális 8 százaléktól, mivel a régebben kibocsátott kötvényeik alacsonyabb kamatszélvénnyel rendelkeznek. A „leggyengébb évre” vonatkozó fedezeti mutatószámot a hétéves átlagtól elvárt érték nagyjából kétharmadánál kell meghatározni.

A kamatfedezet mutatói mellett számos más vizsgálatot is szokás elvégezni, nevezetesen:

1. *Vállalatt méret.* Létezik olyan minimális vállalatt méret, illetve önkormányzatok esetében olyan minimális lélekszám, amely alatt a kötvény nem tekinthető kellően biztonságosnak. (Cégek esetében eltérő minimális mérettel kell számolni attól függően, hogy ipari vállalatról, közműszolgáltatóról vagy vasúttársaságról van szó.)

2. *Adósság/részvényvagyon arány.* Ez a hátrasorolt részvények' piaci árának és a hitelállomány - vagy a hitelállomány plusz az elsőbbségi részvények - teljes névértékének az aránya. Durva becslést ad a hátrasorolt tőkeelemek jelenléte által biztosított védelem vagy „puffer” mértékére. (A hátrasorolt értékpapírok tulajdonosai az első, akik kénytelenek tartani a hátukat a kedvezőtlen fejlemények miatt.) Ez a tényező figyelembe veszi, hogy a piac miként értékeli a vállalat jövőbeli kilátásait.

3. *Vagyontárgyak értéke.* Az eszközök mérleg szerinti vagy becsült értékére korábban a kötvények első számú biztosítékaként tekintettek. A tapasztalat azonban azt mutatja, hogy a biztonság az esetek többségében a jövedelmezőképességben rejlik, és ha az nem megfelelő, akkor az eszközök elvesztik vélt értékük jelentős részét. Az eszközérték mindazonáltal három vállalattípus - a közműszolgáltatók, az ingatlan- és a befektetési társaságok - esetében továbbra is fontos szerepet tölt be a kötvények, illetve az elsőbbségi részvények biztonságos mivoltának megállapításában.

Ezen a ponton a figyelmes befektető felteheti a kérdést: „Mennyire megbízhatók ezek a múltbeli és jelenbeli teljesítmény mérésén alapuló vizsgálatok, amikor a kamat és a tőke visszafizetése azon fog múlni, hogy mit hoz a jövő?” Válaszunkat csak a tapasztalatainkra alapozhatjuk. A befektetések történelme azt mutatja, hogy a biztonsággal kapcsolatos szigorú vizsgálatoknak a múltbeli eredményeik alapján megfelelő kötvények és elsőbbségi részvények az esetek többségében a jövőbeli viszontagságokat is sikerrel vették. Ezt látványosan igazolja a vasúti kötvények területe is - ahol gyászosan magas gyakorisággal fordulnak elő a csődök és a jelentős veszteségek. A bajba jutott vasúttársaságok szinte minden esetben túlságosan el voltak adósodva, az átlagos jólét időszakában sem tudtak megfelelő fedezetet felmutatni fix költségeikre, és a biztonságra vonatkozó szigorú vizsgálatokat elvégző befektetők könnyedén kiszűrték őket. Ennek fordítottja is igaz: az ilyen vizsgálatoknak megfelelő gyakorlatilag összes vasúttársaságot elkerülték a pénzügyi gondok. Az általunk meghatározott feltétel megfelelőségét látványosan

* A „hátrasorolt részvények” alatt Graham egyszerűen a törzsrészcshvénycy érti. Az elsőbbségi részvényeket azért tekintik a törzsrészcshvénycyhez képest előresorolt értékpapírnak, mert a vállalat csak az elsőbbségi részvények osztalékának kifizetése után fizethet osztalékot törzsrészcshvénycyeseinek.

igazolta az 1940-es években és 1950-ben reorganizált számtalan vasúttársaság esete. Egy kivételével ezek mindegyike úgy kezdte karrierjét, hogy fix költségeik olyan szintre csökkentek, ahol a fix kamatköltségek fedezete bőségesnek, de legalábbis tiszteltre méltónak volt tekinthető. Az egyetlen kivétel a New Haven Railroad nevű társaság volt, amely a reorganizáció évében, 1947-ben az új fix költségeinek csupán 1,1-szeresét kitevő eredményt ért el. Ebből következett, hogy míg a többi társaság fizetőképessége meggyengülése nélkül képes volt átvészelni a nehéz időket, a New Haven 1961-ben már harmadik alkalommal folyamodott csődvédelemért.

A 17. fejezetben megvizsgáljuk a Penn Central Railroad 1970-es, a pénzügyi közösséget megrázó csődjének egyes aspektusait. Tény, hogy a társaság esetében a fix költségek fedezete a konzervatív mérőszámok alapján már 1965-ben sem bizonyult elégségesnek; így a körültekintő kötvénybefektető már jóval a pénzügyi összeomlás bekövetkezése előtt elkerülte volna ezeket a kötvényeket, illetve megszabadult volna tőlük.

Megfigyeléseink arra vonatkozóan, hogy a múltbeli eredmények mennyire alkalmasak a jövőbeli biztonság megítélésére, talán még inkább érvényesek a kötvénybefektetések egyik legfőbb területét jelentő közmuvelőszolgáltatókra. Egy kellően tökeerős (elektromos) közmuvelőszolgáltató csődje szinte teljes lehetetlenség. Amióta az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdefelügyelet részéről történő ellenőrzést intézményesítették*, és a közmuvelőszolgáltató holdingcégeket feldarabolták, a szektor finanszírozása stabil és bárminemű csődtől mentes. Az elektromos és gázszolgáltatók 30-as évekbeli pénzügyi gondjait szinte teljes mértékben a pénzügyi túlkapaszkodásokra és a vállalatvezetés hibáira lehetett visszavezetni, amelyek egyértelmű nyomot hagytak a társaságok tőkeszerkezetén. A biztonság egyszerű, ám szigorú vizsgálatai figyelmeztették volna a befektetőket, hogy kerüljék el ezeket a későbbiekben nem teljesítő papírokat.

Az ipari vállalatok kötvényei esetében a fentiekől eltérő hosszú távú eredményekkel számolhatunk. Bár e társaságok teljes körében a jövedelmezőképesség nagyobb mértékben nőtt, mint a vasúttársaságok és a közmuvelők esetében, az egyes vállalatok és iparágak eredendően alacsonyabb fokú stabilitást mutatnak. Ezért - a múltban legalábbis - meggyőző okokat lehetett felhozni amellett, hogy az ipari vállalatok kötvényeinek és elsőbbségi részvényeinek a vásárlását olyan társaságok papírjaira korlátozzuk, amelyek nemcsak hogy jelentős méretűek, hanem a múltban már tanúbizonyságot adtak azon képességükről, hogy komoly válságot is képesek átvészelni.

Az 1950 óta eltelt időszakban kevés ipari kötvény esetében fordult elő, hogy a kibocsátó nem tudta fizetni a kamatokat vagy a tőkét, ám ez részben annak is betudható, hogy ilyen hosszú ideje nem következettbe komolyabb recesszió. 1966 óta negatív fejlemények figyelhetők meg számos ipari vállalat pénzügyi helyzetét illetően. Komoly nehézségeik származnak az esztelenül végrehajtott bővülésből.

* Azt követően, hogy a meggondolatlanul összevont közmuvelővállalatok részvényesei több milliárd dollárt veszítettek 1929 és 1932 között, az amerikai kongresszus felhatalmazta a SEC-et, hogy az 1935-ben a közmuvelővállalatokról hozott törvény (Public Utility Holding Company Act) rendelkezései alapján szabályozza a közmuvelővállalatok részvényeinek kibocsátását.

Ez egyrészt jelentősen megnövelte mind a banki hitelek, mind a hosszú lejáratú adósságok állományát, másrészt pedig gyakran eredményezett működési veszteséget a várt nyereség helyett. Egy 1971 elején végzett számítás szerint az előző hét év során a nem pénzügyi társaságok kamatfizetései az 1963-as 9,8 milliárd dollárról 26,1 milliárdra nőttek 1970-re, és 1971-ben az így kifizetett pénz a kamatfizetés és adózás előtti összesített nyereségük 29 százalékát tette ki, szemben az 1963-ban mért 16 százalékkal.³ Nyilvánvalóan számos olyan vállalat létezik, amelyek terhei ennél sokkal nagyobb mértékben nőttek. Túl gyakorivá váltak a túlzottan eladósodott vállalatok. Minden okunk megvan arra, hogy megismételjük az 1965-ös kiadásban adott figyelmeztetésünket:

Egyáltalán nem szívesen sugallnánk azt, hogy a befektető a végtelenségig számíthat a jelen kedvező helyzet fennmaradására, és ezért szabad lenne lazítania az ipari vagy más jellegű kötvények kiválasztására vonatkozó feltételeken.

Részvényelemzés

A részvényelemzés ideális esetben olyan becsült értéket ad eredményül, amelyet az aktuális piaci árral összehasonlítva megállapítható, hogy az értékpapír vonzó vételnek tekinthető-e. Ezt az értéket általában úgy kapják meg, hogy az *elkövetkező* többéves időszak alatti átlagos nyereséget megbecsülik, majd a becsült eredményt megszorozzák a megfelelő tőkésítési tényezővel.

A jövőbeli jövedelmezőség becsülésének ma elfogadott általános módszere az értékesítési fizikai mennyiségének, a kapott áraknak és a haszonkulcsnak a *múltbeli* átlagos adataiból indul ki. Ezt követően a volumennek és az árszínvonalnak a bázishez képest várt változásai alapján megbecsülik a jövőbeli bevételek dohárban meghatározott értékét. A várt változásokat elsősorban a bruttó hazai össztermék általános gazdasági előrejelzéseire, illetve a szóban forgó iparág és vállalat tekintetében rendelkezésre álló különleges számításokra alapozzák.

Ennek az értékelési módszernek a működését szemléltetendő, könyvünk 1965-ös kiadásához fogunk visszanyúlni, az ott leírtakat kiegészítve az időközben bekövetkezett folytatással. A Value Line, az egyik vezető befektetési szolgáltató a fentebb ismertetett eljárással készíti a jövőbeli nyereségre és osztalékra vonatkozó előrejelzéseket, amelyekből aztán - elsődlegesen a múltbeli összefüggésekre épülő képletekkel - célárát (becsült piaci értéket) számol. A 11.2. táblázatban megismételjük az 1964 júniusában az 1967 és 1969 közötti időszakra készített becsléseket, majd összehasonlítjuk az 1968-ban ténylegesen realizált nyereséggel és átlagos piaci árral (amelyek az 1967 és 1969 közötti periódust hivatottak közelíteni).

Az összesített előrejelzések valamennyivel a tényleges eredmények alá lóttek, de az eltérés nem jelentős. A hat évvel korábbi jóslatok túl optimistának bizonyultak a nyereségek és az osztalékok terén, ám ezt ellensúlyozta az alacsony szorzószám használata, így a „célár” értéke végeredményben körülbelül megegyezett az 1968-as tényleges átlagárral.

Értékpapír-elemzés a nem hivatásos befektetőknek

11.2. táblázat: A Dow Jones Industrial Average

(A ValueLine 1967-1969-es időszakra vonatkozó, 1964 közepén készült előrejelzésének 1968-as összehasonlítása a tényleges eredményekkel)

	Nyereség		Árfolyam, 1964. június 30.	Árfolyam- előrejelzés, 1967-1969	Átlagár, 1968 ^b
	Előrejelzés 1967-1969	Tényleges, 1968 ^a			
Allied Chemical	3,70	1,46	54,5	67	36,5
Aluminum Corp. of Am.	3,85	4,75	71,5	85	79
American Can	3,50	4,25	47	57	48
American Tel. & Tel.	4,00	3,75	73,5	68	53
American Tobacco	3,00	4,38	51,5	33	37
Anaconda	6,00	8,12	44,5	70	106
Bethlehem Steel	3,25	3,55	36,5	45	31
Chrysler	4,75	6,23	48,5	45	60
Du Pont	8,50	7,82	253	240	163
Eastman Kodak	5,00	9,32	133	100	320
General Electric	4,50	3,95	80	90	90,5
General Foods	4,70	4,16	88	71	84,5
General Motors	6,25	6,02	88	78	81,5
Goodyear Tire	3,25	4,12	43	43	54
Internat. Harvester	5,75	5,38	82	63	69
Internat. Nickel	5,20	3,86	79	83	76
Internat. Paper	2,25	2,04	32	36	33
Johns Manville	4,00	4,78	57,5	54	71,5
OwensIll. Glass	5,25	6,20	99	100	125,5
Procter & Gamble	4,20	4,30	83	70	91
Sears Roebuck	4,70	5,46	118	78	122,5
Standard Oil of Cal.	5,25	5,59	64,5	60	67
Standard Oil of N.J.	6,00	5,94	87	73	76
Swift & Co.	3,85	3,41 ^b	54	50	57
Texaco	5,50	6,04	79,5	70	81
Union Carbide	7,35	5,20	126,5	165	90
United Aircraft	4,00	7,65	49,5	50	106
U.S. Steel	4,50	4,69	57,5	60	42
Westinghouse Elec.	3,25	3,49	30,5	50	69
Woolworth	2,25	2,29	29,5	32	29,5
Összesen	138,25	149,20	2222	2186	2450
DJIA	52,00	56,00	832	820	918 ^c
DJIA, tényleges érték, 1968	57,89				906 ^c
DJIA, tényleges érték, 1967-1969	56,26				

a Az 1964 óta bekövetkezett részvényfelaprózásokkal megfelelően igazított,

b Átlag, 1967-1969.

c A megváltozott osztó miatti különbség.

Az olvasó észreveheti, hogy az egyes papírokra vonatkozó előrejelzések közül számos elég alaposan célt tévesztett. Ez a konkrét példa is alátámasztja azon általános nézetünket, hogy a csoportos előrejelzések valószínűleg sokkal megbízhatóbbnak bizonyulnak, mint az egyes vállalatokra vonatkozó jóslatok. Ideális esetben az értékpapír-elemzőnek talán ki kellene választani három vagy négy olyan társaságot, amelyről azt gondolja, hogy a jövőjüket a legjobban ismeri, és mind saját magának, mind ügyfeleinek arra kellene összpontosítaniuk, amit ezen vállalatok esetében előre jelez. Sajnos szinte teljesen lehetetlennek tűnik előzetesen olyan különbséget tenni, hogy az egyes előrejelzések közül melyikben lehet megbízni, és melyiknél nagy a hibázás esélye. Alapjában véve ez az oka a befektetési alapok által végzett széles diverzifikálásnak. Kétségtől jobbat egyetlen részvényre koncentrálni, amelyről *tudjuk*, hogy rendkívül jövedelmezőnek fog bizonyulni, mintsem pusztán a diverzifikálás kedvéért közepes hozamokkal felhívítani eredményeinket. Ám a befektetési alapok nem szokták ezt tenni, mert ezt nem lehet *megbízhatóan* művelni.⁴ A mindenütt jelen lévő diverzifikálás önmagában is a „kiválogatás”, a Wall Street e folyton-folyvást méltatott bálványának gyakorlati tagadása."

A tőkésítési rátát befolyásoló tényezők

Elsődlegesen ugyan az átlagos jövőbeli nyereségek határozzák meg a vállalat papírjainak értékét, ám az értékpapír-elemző számos egyéb, többé-kevésbé konkrét tényezőt is figyelembe vesz. Ezek többsége a tőkésítési rátában jelentkezik, amelynek értéke széles tartományban mozoghat a részvény „minőségétől” függően. Ezért elképzelhető, hogy bár két vállalatnak az 1973-1975-ös időszakra várt részvényenkénti eredménye megegyezik, legyen az, mondjuk, 4 dollár, az elemző az egyiket csupán 40, a másikat pedig akár 100 dollárra is értékelheti. Tekintsünk át röviden néhány tényezőt, amelyek ilyen jelentősen eltérő szorzószámokat tudnak eredményezni.

* Az elmúlt években a legtöbb befektetési alap szinte robotszerűen követte a Standard & Poor's 500 részvényindexet, attól félve, hogy ha bármilyen más papírt is tartanak, hozamaik el fognak térni az indexétől. Ezzel ellentétben az a trend, hogy egyes alapkezelők úgynevezett „fókuszált” portfóliókat indítottak, amelyekben a menedzsereik által legjobb ötletnek nyilvánított 25-50 részvényt tartottak. Felmerülhet a befektetőknél a kérdés, hogy az ugyanezen alapkezelők által irányított többi alap akkor a legrosszabb ötleteiket tartalmazza? Tekintettel arra, hogy a „legjobb ötlet” alapok nem múlják felül érzékelhetően a többiek átlagát, a befektető joggal kérdezheti: jó-e az egyáltalán, hogy az alapkezelőknek vannak ötleteik. Az olyan vitathatatlanul képzett befektetők számára, mint például Warren Buffett, a széles diverzifikálás esztelenség lenne, mert kioltaná néhány nagyszerű ötletük koncentrált erejét. Ám egy átlagos alapkezelőnek vagy egyéni befektetőnek a diverzifikálás *mellőzése* az esztelenség, mert számára igen nehéz néhány olyan részvényt kiválasztani, amely a nyertesek többségét tartalmazni fogja, de a vesztesek nagyobb része kimarad közülük. Ha többféle részvényt birtoklunk, az egyetlen vesztes papír által okozott kár mértéke elenyészővé válhat, és növekszik annak esélye, hogy minél több nagy nyertest tudhatunk a portfólióinkban. A legtöbb befektető számára egy teljes részvénypiaci indexalap az ideális választás, amely olcsó módszer arra, hogy minden olyan papírt tartsanak, amit csak érdemes.

Értékpapír-elemzés a nem hivatásos befektetőnek

1. *Általános hosszú távú kilátások.* Igazából senki nem tud semmit arról, hogy mi fog történni a távoli jövőben, az elemzőknek és a befektetőknek mégis határozott meglátásaik szoktak lenni erre vonatkozóan. Ezek a meglátások tükröződnek az egyes vállalatok, illetve az egyes iparágak árfolyam/nyereség hányadosai között jelentkező komoly különbségekben. Az 1965-ös kiadásban a következő megállapításokat tettük ennél a pontnál:

1963 végén például a DJIA vegyipari vállalatai sokkal magasabb P/E aránnyal forogtak, mint az olajvállalatok, ami az előbbi iparág kilátásaiba vetett sokkal erősebb bizalmat tükrözte. A piac ilyen megkülönböztetései gyakran kellően megalapozottak, ám amikor főleg a múltbeli teljesítmény magyarázza őket, éppolyan valószínűséggel bizonyulnak tévesnek, mint helyesnek.

Itt érdemes megmutatni a DJIA vegyipari és olajvállalatainak a 11.3. táblázatban található, 1963. év végi adatait, illetve nyomon követni, hogyan alakult a nyereségük az 1970-es év végére. Látható, hogy a vegyipari vállalatok, magas szorzószámuk ellenére, az 1963 utáni időszakban gyakorlatilag képtelenek voltak növelni nyereségüket. Az olajtársaságok a vegyipari vállalatoknál sokkal jobban, és az 1963-as szorzószámukból következő növekedéssel összhangban teljesítettek.³ A vegyipari részvények példája azon esetek közé tartozik, amikor a piaci szorzószámok tévesnek bizonyultak."

2. *Vállalatvezetés.* A Wall Streeten folyamatosan sokat beszélnek erről a témáról, de kevés igazán hasznos dolog hangzik el. Amíg nem dolgoznak ki, és nem alkalmaznak a vezetői kompetencia objektív, kvantitatív és elfogadhatóan megbízható értékelésére szolgáló módszereket, addig továbbra is sűrű köd övezi ezt a tényezőt. Ésszerűen feltételezhető, hogy egy kimagaslóan sikeres vállalatot az átlagosnál sokkal jobb vezetőség irányít. Ez megjelenik már a múltbeli eredményekben is, továbbá megmutatkozik a következő öt évre szóló előrejelzésekben, illetve a hosszú távú kilátások imént bemutatott tényezőjében. Az, hogy szokás ezt még egyszer a növekedés különálló tényezőjeként figyelembe venni, könnyedén vezethet a költséges túlértékeléshez. Úgy véljük, hogy a vezetőség mint tényező olyan esetekben a leghasznosabb, amikor a közelmúltban változások történtek, és ennek hatása még nem jelentkezhett a számokban.

* Graham megállapítása a 60-as évek vegyipari és olajpapírjairól szinte bármikor, bármelyik iparágra érvényes lehet. A Wall Street az egyes szektorok jövőbeli kilátásairól kialakított konszenzusa majdhogynem minden esetben vagy túl optimista, vagy túl pesszimista. S ami még ennél is rosszabb, a piaci konszenzus akkor a legdurvább, amikor a részvények a leginkább túl vannak értékelve- és akkora legborúsabb, amikor a papírok a legolcsóbbak. A legfrissebb példa a technológiai és telekommunikációs részvényeké, amelyek árfolyama rekordmagasságba emelkedett 1999-ben és 2000 elején, amikor a vállalatok jövőbeli kilátásai rózsásnak tűntek, majd a papírok egészen 2002-ig lejtmenetbe kapcsolak. A történelem bizonyítja, hogy a Wall Street „szakértő” előrejelzői egyformán képtelenek megjósolni 1) a piac egészének, 2) az egyes iparágaknak és 3) az egyedi részvényeknek a jövőbeli teljesítményét. Ahogy Graham rámutat, az egyéni befektetőnek sincsenek jó esélyei arra, hogy a profiknál jobban csinálja. Az intelligens befektető azáltal képes kiemelkedni a többi közül, hogy olyan döntéseket hoz, amelyek nem függenek mások előrejelzéseinek a pontosságától. (Lásd 8. fejezet.)

11.3. táblázat: A DJIA vegyipari és olajpapírjainak teljesítménye 1964-ben és 1970-ben

	1963			1970		
	Záróár	EPS ^a	P/E arány (x)	Záróár	EPS ^a	P/E arány (x)
<i>Vegyipari vállalatok:</i>						
Allied Chemical	55	2,77	19,8	24,125	1,56	15,5
Du Pont ^b	77	6,55	23,5	133,5	6,76	19,8
Union Carbide ^c	60,25	2,66	22,7	40	2,60	15,4
			Átlag = 25,3			
<i>Olajtársaságok:</i>						
Standard Oil of Cal.	59,5	4,50	13,2	54,5	5,36	10,2
Standard Oil of N.J.	76	4,74	16,0	73,5	5,90	12,4
Texacomb	35	2,15	16,3	35	3,02	11,6
			Átlag = 15,3			

a EPS = részvényenkénti eredmény

b Az 1963-as értékek a General Motors-részvények utáni osztalékfizetés hatásával kiigazítva,

c Az 1963-as értékek a későbbi részvényfelaprózásokkal kiigazítva.

Ennek két látványos előfordulása is a Chrysler Motor Corporationhoz köthető. Az első messze a múltban, 1921-ben történt, amikor Walter Chrysler átvette a szinte a végét járó Maxwell Motorst, és néhány éven belül nagy és rendkívül jövedelmező vállalattá alakította - egy olyan időszakban, amikor számos más autógyártó megszűnésre ítéltetett. A második nem is olyan régen, 1962-ben következett be, amikor a Chrysler egykori hatalmas vagyonának már csak töredékével rendelkezett, és részvényei sokéves minimumárfolyamokon forogtak. Ekkor a Consolidation Coal vállalathoz köthető új érdekcsoport vette a kezébe az irányítást. A részvényenkénti nyereség az 1961-es 1,24 dollárról 1963-ban 17 dollárra nőtt, az árfolyam pedig az 1962-es mélypontról, 38,5 dollárról már a következő évben közel 200 dollárig emelkedett.⁶

3. *Pénzügyi erő és tőkeszerkezet.* Egy olyan vállalat részvénye, amelynek rengeteg pénztartaléka van, a törzsrészesek kielégítése előtt visszafizetendő kötelezettséggel azonban nem rendelkezik, egyértelműen jobb vétel (legalábbis ugyanazon az áron), mint az ugyanolyan részvényenkénti eredményt felmutató, ám jelentős mennyiségű bankhitellel és előresorolt értékpapírral rendelkező társa. Az ilyen tényezőket az értékpapír-elemzők annak rendje és módja szerint, megfelelő gondossággal veszik figyelembe. Azonban sem a kötvények vagy elsőbbségi részvények mérsékelt jelenléte, sem az időszakos bankhitelek visszafogott igénybevétele nem szükségszerűen hátrányos a törzsrészesekre. (Mellékesen megemlíjtük, hogy

Értékpapír-elemzés a nem hivatásos befektetőnek

kedvező körülmények között a fejnehéz struktúra - vagyis amikor túl alacsony a törzsrészesvényeknek a kötvényekhez és az elsőbbségi részesvényekhez viszonyított aránya - hatalmas *spekulatív* nyereséget eredményezhet a törzsrészesvényeseknek. Ezt nevezik „tőkeáttételnek”.)

4. *A korábbi osztalékok alakulása.* A kiváló minőség egyik legmeggyőzőbb bizonyossága a sok évre visszamenően folyamatos osztalékfizetés. Véleményünk szerint az, hogy egy vállalat az utolsó legalább húsz évben folyamatosan osztalékot fizetett részesvényesének, fontos plusztényező a vállalat minőségének megítélésében. Indokolt, hogy az óvatos befektető vételeit az ennek a feltételnek megfelelő vállalatokra korlátozza.

5. *Az aktuális osztalék aránya.* Ezt az utolsó kiegészítő tényezőt a legnehezebb kielégítő módon értékelni. Szerencsére a vállalatok többsége szokásos osztalékpolitikának nevezhető rendszert követ. Ez azt jelenti, hogy átlagos eredményeiknek körülbelül a kétharmadát fizetik ki osztalék formájában; a közelmúltban azonban, amikor magas nyereségeket értek el, és az inflációs nyomás miatt nagyobb volt a tőkeigényük, ez az arány ennél valamivel alacsonyabb volt. (1969-ben 59,5 százalék volt a Dow Jones index társaságai, és 55 százalék az összes amerikai vállalat körében.)*. Amennyiben az osztalék egyenes kapcsolatban áll a nyereséggel, a részvény értékelését bármelyik mutató alapján elvégezhetjük, anélkül hogy az jelentősen befolyásolná a kapott eredményt. Például egy tipikus második kategóriájú vállalatot, amelynek becsült nyeresége 3 dollár, a becsült osztaléka pedig 2 dollár, értékelhetünk a nyereségének 12-szeresén vagy osztalékának 18-szorosán, eredményként mindkét esetben 36 dolláros árfolyam adódik.

Ám egyre több növekedési vállalat eltér a korábban bevettnek tekinthető, a nyereség legalább 60 százalékát kifizető osztalékpolitikától, mondván, hogy befektetőik érdekeit jobban szolgálja, ha nyereségüket szinte teljes egészében bővülésük finanszírozására fordítják. A kérdés problémákat vet fel, és gondos különbségtételeket igényel. Úgy döntöttünk, hogy a megfelelő osztalékpolitika fontos kérdéseinek tárgyalását egy későbbi részre, a *19. fejezetre* hagyjuk, ahol a vállalatvezetés és a részesvényesek kapcsolatának általános problémái között foglalkozunk velük.

* *Ez a napjainkban „osztalékfizetési ráta” néven emlegetett mutató jelentősen esett Graham ideje óta, mivel az amerikai adótörvények arra ösztönzik a befektetőket, hogy kerüljék az osztalékot, a vállalatokat pedig arra, hogy ne fizessenek. 2002 végén az S&P 500 részvényindex vállalatai körében csupán 34,1 százalékon állta a kifizetési ráta, nem sokkal korábban, 2000 áprilisában pedig történelmi mélypontra, 25,3 százalékon. Az osztalékpolitikával bővebben foglalkozunk majd a *19. fejezethez írt kommentárban.**

Növekedési részvények tőkésítési rátája

Az értékpapír-elemzők formális értékeléseinek többsége a növekedési részvények értékének becsüléséhez kapcsolódik. A különböző módszerek vizsgálata alapján arra jutottunk, hogy rövid és viszonylag egyszerű képletet javasoljunk a növekedési részvények értékeléséhez. A képletet úgy alakítottuk ki, hogy a sokkal kifinomultabb, és egyúttal bonyolultabb matematikai számítások eredményeihez viszonylag közel eső értékeket adjon. Képletünk a következő:

$$\text{Érték} = \text{Jelenlegi (normál) nyereség} \times (8,5 \text{ plusz kétszer a becsült éves növekedési ütem})$$

A növekedés mértéke a következő hét-tíz évre becsült növekedési ütem kell, hogy legyen.⁷

Ali.4. táblázatban azt mutatjuk meg, hogy a különböző becsült növekedési szintek esetében mily en eredményt ad a képlet. Ha elfogadjuk képletünk helyességét, akkor a számításokat megfordítva könnyedén megállapíthatjuk, hogy a jelenlegi piaci ár milyen várt növekedési ütemet becsül (implicit növekedési ütem). Könyvünk előző kiadásában a DJIA indexre és hat fontos részvényre vonatkozóan végeztünk számításokat. Az eredményeket a 11.5. táblázatban újra közreadjuk. Akkoriban az alábbi megjegyzéseket tettük:

A Xerox 32,4 százalékos implicit éves növekedési üteme és a General Motors rendkívül szerény, 2,8 százalékos értéke közötti különbség valóban szembeűnő. Ez részben a részvényt piac azon várakozásával magyarázható, hogy a General Motorsnak - a történelem valaha volt legnagyobb vállalatának - az 1963-as nyeresége rendkívül nehezen tartható fenn, és legjobb esetben is csak mérsékelten lehet azt meghaladni. A Xerox árfolyam/nyereség aránya azonban igen jól mutatja a cég nagyszerű teljesítményéből és a talán még ígéretesebb jövőből táplálkozó spekulatív lelkesedést.

A DJIA 5,1 százalékos implicit vagy becsült növekedési üteme az 1951 és 1953, valamint 1961 és 1963 közötti 3,4 százalékos tényleges éves növekedéssel hasonlítható össze.

Anno az alábbihoz hasonló figyelmeztetést kellett volna még hozzáfűznünk ehhez: A magas becsült növekedési ütemmel rendelkező részvények szükségszerűen alulértékeltek, amennyiben feltételezzük, hogy ezek a növekedési értékek valóban teljesülni fognak. A matematikai számítások alapján, ha egy vállalatról feltételezzük, hogy a jövőben 8 százalékkal vagy annál is nagyobb ütemben képes végtelen ideig növekedni, akkor annak az értéke is végtelen lesz, és így semmilyen ár nem lenne túl magas a részvényeiért. Az értékelő ezekben az esetekben lényegében *biztonsági ráhagyást* alkalmaz a számításaiban - hasonlóan ahhoz, ahogy a mérnök teszi azt a specifikációkban. Ennek megfelelően a részvények akkor is elérik az általa kitűzött célt (1963-ban évi 7,5 százalékos teljes jövőbeli hozamot), ha a ténylegesen megvalósuló növekedési ütem jelentősen alatta marad a képletben becsültnek. Természetesen amennyiben a becsült növekedési ütem következik be, akkor a befektető örömmel zsebeli be a még nagyobb hozamot. Igazából nincs olyan módszer a gyors (mondjuk, az évi 8 százalékos feletti becsült) ütemben növekvő vállalatok értékelésére, amelyben

11.4. táblázat: Éves nyereség szorzója a becsült növekedési ráta és egy egyszerűsített képlet alapján

Becsült növekedési ütem	0,0%	2,5%	5,0%	7,2%	10,0%	14,3%	20,0%
10 éves növekedés	0,0%	28,0%	63,0%	100,0%	159,0%	280,0%	319,0%
Jelenlegi nyereség szorzója	8,5	13,5	18,5	22,9	28,5	37,1	48,5

11.5. táblázat: Implicit vagy becsült növekedési ütem 1963 decemberében és 1969 decemberében

Részvény	P/E arány, 1963 ^a	Becsült" növekedési ütem, 1963 (%)	Részvényen- kénti eredmény, 1963	Részvényen- kénti eredmény, 1969	Tényleges növekedés, 1963-1969 (%)	P/E arány, 1969 ^b	Becsült" növekedési ütem, 1969 (%)
American Tel. & Tel.	23,0	7,3	3,03	4,00	4,75	12,2	1,8
General Electric	29,0	10,3	3,00	3,79 ^b	4,0	20,4	6,0
General Motors	14,1	2,8	5,55	5,95	1,17	11,6	1,6
IBM	38,5	15,0	3,48 ^c	8,21	16,0	44,4	17,9
InternationalHarvester	13,2	2,4	2,29 ^c	2,30	0,1	10,8	1,1
Xerox	25,0	32,4	0,38 ^c	2,08	29,2	50,8	21,2
DJIA	18,6	5,1	41,11	57,02	5,5	14,0	2,8

a A 240. oldalon lévő képlet alapján.

b 1968 és 1970 átlaga, mivel az 1969-es eredményt sztrájk csökkentette,

c Részvényfelaprózásnak megfelelően kiigazított érték.

az elemző reális feltételezésekkel élhet *mind* a jelenlegi nyereség megfelelő szorzójára, *mind* a jövőbeli eredmények várható szorzójára vonatkozóan.

A Xerox és az IBM tényleges növekedése történetesen nagyon közel esett a képletünkben következő magas növekedési ütemhez. Ahogy az imént bemutattuk, ez a remek eredmény mindkét részvény árfolyamában szükségszerűen nagy emelkedést okozott. Magának a DJIA indexnek a tényleges növekedése szintén körülbelül megegyezett azzal, amit az 1963-as záró ár előrevetített. Ám az 5 százalékos mérsékelt növekedési ütem esetén nem merül fel a Xerox és az IBM (előző bekezdésben kifejtett) matematikai dilemmája. Kiderült, hogy az 1970 végéig bekövetkezett 23 százalékos árfolyam-emelkedés, plusz a 28 százalékos összesített osztalékhozam együttesen nem esett messze a képletünk által kiszámított 7,5 százalékos éves összhozamtól. A másik négy vállalat esetében elegendő annyit mondani, hogy növekedésük nem akkora lett, mint amit az 1963-as árfolyamuk alapján előre jeleztünk, és nem sikerült annyit emelkedniük, mint a DJIA indexnek. *Figyelmeztetés:* a fenti példa csak szemléltetés célját szolgálja, és azért mutattuk be, mert az értékpapír-elemzéshez elkerülhetetlenül szükséges a vizsgált vállalatok jövőbeli növekedési ütemének a becslése. Nem kívánjuk az olvasót abba a hitbe ringatni, hogy az ilyen előrejelzések magas fokon megbízhatók, vagy hogy alapozni lehet arra, hogy a jövőbeli árak az előrejelzéseknek megfelelően fognak viselkedni, mert a jóslatok vagy teljesülnek, vagy nem.

Továbbá azt sem szabad elfelejtenünk, hogy a várt jövőbeli eredményekre alapozott minden „tudományos” vagy legalábbis elfogadhatóan megbízható részvényértékelésnek figyelembe kell venni a jövőbeli kamatlábakat is. A várt nyereség vagy osztalék jövőbeli sorozatának annál kisebb a jelenértéke, minél magasabb kamatszintet feltételezünk. Mindig is nehéz volt ilyen feltételezésekkel élni, azok bizonyossági fokától függetlenül, és a hosszú távú kamatlábak közelmúltban megfigyelhető heves kilengései fényében szinte önteltség ilyen típusú előrejelzésekkel próbálkozni. Így megmaradunk a fenti, jó öreg képletünkknél, egyszerűen azért, mert egyetlen újabb módszer sem tűnik annál reálisabbnak.

Iparági elemzés

Mivel a vállalat általános kilátásai jelentős súlyt képviselnek a piaci árfolyamok kialakításában, természetes, hogy az értékpapír-elemző nagy figyelmet szentel az iparág gazdasági helyzetének, illetve az adott vállalat iparágon belüli pozíciójának. Az ilyen típusú vizsgálatok szinte végtelenül a részletekbe menőek lehetnek. Esetenként ezek olyan, a fontos tényezőkre vonatkozó információkra deríthetnek fényt, amelyek a jövőben döntő jelentőségűek lehetnek, és amelyeket a piac aktuálisan

* Mi ennek az oka? „A₇₂-es szabály” miatt adott pénzösszeg 10 százalékos kamatláb esetén kicsivel több mint hét év alatt duplázódik meg, míg 7 százalékos kamatláb esetén valamivel több mint 10 évre van ehhez szükség. Magas kamatlábak mellett *kisebb* pénzösszeget kell ma félretenni ahhoz, hogy a jövőben egy adott összeget elérjen - hiszen a magas kamatlábak gyorsabb ütemű gyarapodását teszik lehetővé, így a kamatlábak emelkedése csökkenti a nyereség vagy osztalék jövőbeli pénzfolyamának értékét, mivel a kötvénybefektetések alternatívája viszonylag vonzóbbá válik.

nem értékel eléggé. Amikor viszonylagos biztonsággal lehet ilyen következtetéseket levonni, akkor azok kellő alapot adhatnak a befektetési döntésekhez.

Saját megfigyeléseink azonban arra készítetnek, hogy a befektetők számára elérhetővé tett iparági vizsgálatok többségének gyakorlati értékét minimálisnak tekintsük. Az elkészült anyagok rendre olyan információkat tartalmaznak, amelyeket a nagyközönség jellemzően már jól ismer, és amelyek már nagymértékben beépültek a piaci árfolyamokba. Ritkán találkozhatunk olyan, bróker cég által készített elemzéssel, amely meggyőző tények egész sorával bizonyítja, hogy egy, a befektetők körében felkapott iparág a válság felé tart, vagy egy általuk elhanyagolt szektorra virágzás vár. A Wall Street elképzelése a távolabbi jövőről közismerten korántsem csálthatatlan, és szükségszerűen ugyanez igaz vizsgálódásainak azon fontos részére is, amely a különböző iparágakon belüli nyereség alakulásának az előrejelzésére irányul.

El kell ismernünk azonban, hogy a technológiának az elmúlt években megfigyelhető gyors és mindenütt jelen lévő növekedése az értékpapír-elemzők hozzáállására és munkájára is komoly hatást gyakorol. Egy tipikus vállalat a következő évtizedbeli fejlődése vagy éppen visszafejlődése a korábbiaknál nagyobb mértékben fog az új termékekhez és új folyamatokhoz való viszonyától függni, aminek *előzetes* tanulmányozására és értékelésére alkalma nyílhat az elemzőnek. Éppen ezért a közeljövőben a hatékony elemzői munkán belül a terepszemlékre, a kutatással foglalkozó szakemberekkel készített interjúkra és az elemző saját intenzív technológiai vizsgálódásaira támaszkodó, kétségkívül ígéretes részterület alakulhat ki. Kockázatok is rejlenek a főként az ilyen, a jövőről kialakított futó benyomások alapján levont és jelenleg kimutatható értékek által alá nem támasztott következtetésekből. Ugyanakkor talán közel hasonló mértékű kockázatot jelent az is, ha szoroson ragaszkodunk a jelenbeli eredményeken nyugvó józan számításokból adódó értékelés korlátaihoz. A befektető nem ülhet meg egy fenékkal két lovat. Lehet nagy képzelőerejű, és játszhat a nagy profitért, amely az olyan víziók jutalma, amelyeket az idő utólag igazol; ám ekkor vállalnia kell a kisebb vagy nagyobb számítási hibák jelentős kockázatát. Vagy lehet konzervatív, és visszautasíthatja, hogy a még nem bizonyított lehetőségekért a minimálisnál nagyobb prémiumot fizessen; ám ebben az esetben könnyen járhat úgy, hogy a jövőben az elszalasztott kiváló lehetőségek miatt lesz kénytelen keseregni.

Kétrészes értékelési folyamat

Térjünk most vissza a részvényértékeléshez, amelyet a 234. oldalon kezdtünk el megvitatni. A téma alapos körbejárása után arra a következtetésre jutottunk, hogy jobb ezt a most elterjedt gyakorlattól nagyon eltérő módon végezni. Javasoljuk, hogy az elemzők először is számolják ki az általunk „múltbeli teljesítményértéknek” nevezett mutatót, amely teljes egészében a múltbeli adatokon alapul. Ez megmutatja, hogy mennyit ér a részvény - abszolút értelemben vagy a DJIA, vagy az S&P százalékában feltéve, hogy relatív múltbeli teljesítménye változatlan marad a jövőben is. (Ehhez azt is feltételeznünk kell, hogy az elmúlt hét esztendőben mutatott relatív növekedési mutatója a következő hét év során is változatlan marad.) A folyamat

mechanikusan végezhető azáltal, hogy a jövedelmezőség, a stabilitás és a növekedés múltbeli adataihoz, illetve az aktuális pénzügyi feltételekhez egyedi súlyokat rendelő képletet alkalmazunk. Az elemzés második része arra irányul, hogy mennyivel kell a kizárólag a múltbeli teljesítményen alapuló értéket a jövőben várt új feltételek miatt módosítani.

Egy ilyen eljárás a következőképpen osztaná meg a munkát a vezető elemző és beosztottai között: (1) A vezető elemző alkotná meg a képletet, amelyet a múltbeli teljesítményérték meghatározásához általánosságban az összes vállalatra alkalmazni lehetne. (2) A beosztott kiszámítaná a kijelölt vállalatok múltbeli adataiból a szükséges tényezőket - ez szinte teljes egészében mechanikus feladat. (3) A vezető elemző ezt követően meghatározza, hogy a vállalat - abszolút vagy relatív - teljesítménye valószínűleg milyen mértékben fog különbözni a múltbeli eredményektől, és hogyan kell módosítani az értéket ahhoz, hogy az a várt változásokat tükrözze. Célszerű lenne, ha a vezető elemző jelentésében az eredeti és a módosított értékelést, illetve a változtatás okait is szerepeltetné.

Megéri az ilyen munka az erőfeszítést? A válaszuk pozitív, ám ennek indoklása valamelyest cinikusnak tűnhet az olvasó számára. Kétségeink vannak azt illetően, hogy az így kapott értékelések kellően megbízhatóak lesznek egy tipikus iparvállalat esetében, legyen az nagy vagy kicsi. A feladat nehézségeit a következő fejezetben, az Aluminum Company of America (ALCOA) megtárgyalása során fogjuk bemutatni. Ennek ellenére érdemes elvégezni az értékelést az ilyen részvények esetében. Miért? Először is az értékpapír-elemzők nagy része köteles napi feladatai részeként a vállalatok jelenlegi vagy becsült értékére vonatkozó elemzéseket készíteni. Az általunk javasolt módszer jobb, mint a napjainkban általánosan elfogadott és követett. Másodsorban az ezt a módszert követő elemző hasznos tapasztalatokat szerezhet, és értékes meglátásokra tehet szert. Harmadrészt az ilyenfajta munka a tapasztalat felbecsülhetetlen értékű tárházat teremt meg - ahogy ez az orvostudományban is megfigyelhető -, ami viszont még jobb eljárások kifejlesztéséhez vezethet, illetve általa jobban megismerhetjük a módszer lehetőségeit és korlátait. A közművállalatok részvényei jó eséllyel olyan kiemelt területnek bizonyulhatnak, ahol ez a megközelítés valódi gyakorlati előnyökkel fog járni. Az intelligens elemző végül olyan szektorokra fogja korlátozni a figyelmét, amelyekben a jövő ésszerűen megbízható módon előre jelezhető,* vagy ahol a múltbeli teljesítményértéknek a jelenlegi ár feletti biztonsági ráhagyása olyan nagy, hogy megkockáztathatja a jövőbeli eltéréseket - ahogy teszi ezt a kellően biztosított, előresorolt értékpapírok kiválasztásakor.

A következő fejezetekben konkrét példákat mutatunk az elemzői technikák alkalmazására. Ám ezek csupán illusztrációként szolgálnak. Ha az olvasó érdekesnek találja a témát, szisztematikusan és mélyrehatóan kell gyakorolnia azt, mielőtt képesnek tarthatná magát arra, hogy bármely értékpapírra vonatkozóan önállóan hozzon vételi vagy eladási döntést.

* Ezek a szektorok vagy iparágak ideális esetben nem függenek túlságosan az olyan nehezen előre jelezhető tényezőktől, mint az ingadozó kamatlábak vagy a nyersanyagok - például olaj vagy fémek - árának jövőbeli alakulása. Ezek közé tartozhat például a szerencsejáték, a szépségipar, a szeszes italok, a szanatóriumok vagy a hulladékgyártás.

Kommentár a 11. fejezethez

„Lenne szíves megmondani, merre kell mennem?”
„Az attól függ, hová akarsz jutni - felelte a Fakutya.”

Beárzni a jövőt

Milyen tényezők határozzák meg, hogy mennyit érdemes fizetnünk egy részvényért? Miért ér egy vállalat tízszer annyit, mint a nyeresége, és miért ér egy másik hússzor annyit? Miként lehetünk kellően biztosak abban, hogy nem fizetünk túl sokat a szemmel láthatóan rózsásnak tűnő jövőért, amely később sötét rémálommá változik?

Graham az alábbi öt tényezőt érzi meghatározónak az érték megállapításában:²

- a vállalat „általános hosszú távú kilátásai”
- vezetőségének minősége
- pénzügyi ereje és tőkeszerkezete
- múltbeli osztalékfizetése
- és jelenlegi osztalékfizetési rátája.

Vizsgáljuk meg ezeket a tényezőket a jelenlegi piac fényében!

A hosszú távú kilátások. Napjainkban az intelligens befektető azzal kezdi, hogy a vállalat honlapjáról vagy a www.sec.gov oldalról elérhető EDGAR adatbázisból le-tölti a cég legalább az előző öt évre vonatkozó éves jelentését.³ Ezt követően átfésüli a pénzügyi kimutatásokat, és próbál olyan adatokat gyűjteni, amelyek segítségével megválaszolhat két alapvető kérdést. Mitől növekszik ez a vállalat? Honnan származik

1 Kosztolányi Dezső fordítása.

2 Mivel napjainkban oly kevés egyéni befektető vásárol egyedi kötvényeket - vagy legalábbis nagyon kevésnek kellene ilyeneket vennie -, részvényelemzésre korlátozzuk a most következő leírást. A kötvényalapokról a 4. fejezethez írt kommentárban olvashatunk bővebben.

3 Legalább egy évre visszamenően a negyedéves jelentéseket is be kell szerezni. Definíció szerint feltételezzük hogy „vállalkozó szellemű” befektetővel állunk szemben, aki sok erőfeszítést hajlandó áldozni portfóliójára. Ha a fejezetben bemutatott lépéseket túl nagy munkának ítéljük, akkor alkatunknál fogva nem nekünk való feladat a részvények kiválasztása. Csak akkor érhetjük el megbízható módon az elképzelt eredményeket, ha hajlandók vagyunk energiát áldozni az itt leírtakhoz hasonló vizsgálódásokra.

Kommentár a 11. fejezethez

(és fog származni) a nyeresége? Mindeközben egyebek között az alábbi problémákra érdemes figyelni.

- A vállalat „sorozatos felvásárló”. Az évi átlag két vagy háromnál több akvizíció potenciális problémára utaló jel. Hiszen ha a vállalat inkább más vállalkozások részvényeit vásárolja ahelyett, hogy saját magába fektetne be, nem járunk jobban, ha értjük a célzást, és máshol nézünk körül? Vizsgáljuk meg a vállalat korábbi felvásárlásait is. Figyeljünk a vállalati bulímiára - vagyis az olyan cégekre, amelyek mohón habzsolják a nagy akvizíciókat, pusztán azért, hogy a végén visszaöklendezzék őket. A Lucent, a Mattel, a Quaker Oats és a Tyco International az olyan vállalatok közé tartozik, amelyek súlyos veszteségek érán voltak kénytelenek megszabadulni korábban felvásárolt érdekeltségeiktől. Más cégek krónikus veszteségleírásokra kényszerülnek, amelyek azt bizonyítják, hogy túlságosan magas árat fizettek múltbeli felvásárlásaikért. Ez rossz ómen a jövőbeli üzletekre vonatkozóan.⁴
- A vállalat OPM-függő, ami azt jelenti, hogy hitelfelvétellel vagy részvényeladással nagy tömegében szerzi meg más emberek pénzét (other people's money, azaz OPM). A mások pénzének bepumpálása „finanszírozási tevékenységből származó pénzeszközváltozás” címke alatt szerepel az éves jelentés cashflow kimutatásában. Ezzel egy beteg vállalatról is azt a látszatot lehet kelteni, hogy növekszik, még akkor is, ha a mögöttes üzletmenet nem termel elég pénzt - ahogy történt ez nem is olyan régen a Global Crossing és a WorldCom esetében.⁵
- A vállalat fél lábbon áll, vagyis bevételeinek nagy többsége egyetlen (vagy néhány) ügyféltől származik. Az optikai kábeleket gyártó Sycamore Networks, Inc. 1999 októberében elsődleges nyilvános kibocsátást szervezett. A kibocsátási tájékoztatóból kiderült, hogy a vállalati 11 millió dolláros összbevétele 100 százalékban egyetlen ügyféltől, a Williams Communicationstól származott. A kereskedők naivan 15 milliárd dollárra értékelték a Sycamore részvényeit. Sajnos a Williams mindössze két évvel később csődbe ment. Hiába szerzett a Sycamore időközben más ügyfeleket is, részvényei 2000 és 2002 között értékük 97 százalékát elveszítették.

A növekedés és a nyereség forrásait vizsgálva nemcsak negatív, hanem pozitív jeleket is keressünk. A kedvező jelek közé tartoznak az alábbiak:

- A társaság széles és mély „vizesárokka”, vagyis versenylőnnyel rendelkezik. A várakhoz hasonlóan bizonyos vállalatok is könnyen megrohamozhatók - a por-

4 A felvásárlásokról az éves jelentésnek általában a vezetőség értékelésével foglalkozó, „A vezetés beszámolója és elemzése” című részében találunk részleteket; vessük ezeket össze a pénzügyi jelentések kiegészítő mellékleteivel. A „sorozatos felvásárlókról” a 12. fejezethez írt *kommentárban* találunk további információt.

5 Annak megállapítására, hogy egy vállalat mások pénzétől függ-e, olvassuk el a pénzügyi jelentés cash flow kimutatás nevű részét. Ez működési, befektetési és finanszírozási tevékenységre bontja a vállalat pénzmozgásait. Amennyiben a működési tevékenységből származó pénzeszközváltozás tartósan negatív, míg a finanszírozási tevékenység pénzeszközváltozása tartósan pozitív, a vállalatnak több pénzeszközre van szüksége, mint amennyit saját üzlete termelni képes - és nekünk nem szabad csatlakozni azok sorához, akik finanszírozzák a vállalatnak ezt a rossz szokását. A Global Crossing esetéről a 12. fejezethez írt *kommentárban* olvashatunk. A WorldCommal a 6. fejezet *kommentárjában* található *keretes írásban* foglalkozunk részletesen.

Kommentár a 11. fejezethez

tyázó versenytársak által míg mások szinte bevehetetlenek. Számos tényező szélesíti a vállalat vizesárkát: az erős *márkaidentitás* (gondoljunk csak a Harley Davidsonra, amelynek vásárlói saját testükre tetoválják a cég lógóját); a *monopol* vagy monopolközeli piaci pozíció; a *méretgazdaságosság*, ami azt jelenti, hogy az árukat, szolgáltatásokat hatalmas mennyiségben - és ezért alacsony áron - lehet értékesíteni (kiváló példa erre a Gillette, amely sok milliárd borotvapengével árasztja el a piacot); egyedülálló *immateriális eszköz* (jusson eszünkbe a Coca-Cola és az ízesített cukorlevének titkos receptje, amely semmilyen valódi fizikai értékkel nem rendelkezik, mégis felbecsülhetetlen hatással van a fogyasztókra); a *helyettesíthetőség korlátai* (a legtöbb fogyasztónak nincs alternatív lehetősége az elektromos áram beszerzésére, így a közműszolgáltatókat nagyvalószínűséggel egyetlen versenytársuk sem fogja a közeljövőben kiszorítani piaci pozíciójukból).⁶

- A vállalat maratoni futó, nem sprinter. A korábbi évek eredménykimutatásait áttekintve megállapítható, hogy a bevételek és a nettó eredmény egyenletesen és stabilan növekedett-e az előző tíz esztendőben. A *Financial Analysts Journal* egy közelmúltbeli cikke megerősítette azt, amit más kutatások is megállapítottak (és oly sok befektető szomorú tapasztalatai támasztanak alá): a leggyorsabban növekvő vállalatok hajlamosak túlhevülni és nagy lánggal elégni.⁷ A nyereség 10 százalékos hosszú távú, adózás előtti (vagy az adózás utáni 6-7 százalékos) növekedési üteme még fenntartható lehet. Ám a 15 százalékos növekedés, amelyet sok cég maga elé célként kitűz, pusztán illúzió. És a még ennél is gyorsabb növekedés - vagy a növekedés egy vagy két évig kiugróan magas szintje - szinte biztos, hogy kifulladás, mint a tapasztalatlan maratonfutó, aki olyan tempóban próbálja meg teljesíteni az egész távot, mintha 100 méteres síkfutásról lenne szó.
- A vállalat vet és arat. Mindegy, mennyire jó termékekkel vagy erős márkákkal rendelkezik, valamennyit minden vállalatnak költenie kell az új üzleti lehetőségek kifejlesztésére. Igaz, hogy a kutatásra és fejlesztésre (K+F) fordított kiadás nem a mai növekedés forrása, a jövőbeli bővülés lehetőségét viszont pontosan ez teremti meg. Különösen igaz ez az olyan vállalatokra, amelyeknek már korábban is sikerült az új ötletekkel és eszközökkel újabb lendületet adni működésüknek. A kutatásra és fejlesztésre szánt költségvetés átlagos mértéke iparáganként és vállalatonként eltérő. 2002-ben a Procter & Gamble nettó árbevételének körülbelül 4 százalékát fordította K+F-re, míg a 3M 6,5 százalékot, a Johnson & Johnson pedig 10,9 százalékot. Aza vállalat, amelyik nem költ kutatásra és fejlesztésre, hosszú távon legalább olyan sebezhető, mint amelyik túl sokat fordít erre a területre.

A vállalatvezetés minősége és működése. A vállalat vezetőinek azt kell mondani, amit tenni fognak, és azt kell tenniük, amit mondtak. Olvassuk el az előző évek éves jelentéseit,

⁶ Ha szeretnénk bővebb betekintést nyerni a „vállalati vizesárkok” világába, olvassuk el a Harvard Business School professzora, Michael E. Porter *Competitive Strategy* című klasszikus könyvét (Free Press, New York, 1998).

⁷ Lásd Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen és Alan Jung, „Growth, Corporate Profitability, and Value Creation” *Financial Analysts Journal*, 2002. november/december, 56-67. oldal, a tanulmány a <http://cyrus.cob.calpoly.edu/oldalon> is elérhető.

Kommentár a 11. fejezethez

és nézzük meg, milyen előrejelzéseket tettek a menedzserek, és sikerült-e megvalósítaniuk azokat. A vezetőknek nyíltan el kell ismerniük kudarcaikat, és vállalniuk kell értük a felelősséget, semmint hogy olyan általános bűnbakokat okoljanak, mint a „gazdaság” a „bizonytalanság” vagy a „gyenge kereslet”. Vizsgáljuk meg az éves jelentésekben, hogy az ügyvezető által írt bevezető hangvételét és lényegét illetően állandó-e, vagy a Wall Street legújabb szeszélyeinek megfelelően ingadozik. (Különös figyelmet érdemelnek az olyan fellendülést hozó évek, mint például az 1999-es: egy cementgyár vagy alsónemű-kereskedő vállalat felső vezetői nem tettek-e hirtelen olyan kijelentéseket, hogy „vezető szerepet töltünk be az egész üzleti világot átformáló szoftverforradalomban”?)

A következő kérdések segítenek megállapítani, hogy vajon a vállalatot irányító emberek saját vagy a vállalat *tulajdonosainak* érdekében cselekszenek-e:

- A maguk érdekeit nézik?

Nagyon nyomós oka kell, hogy legyen annak, ha egy vállalat évi 100 millió dollárt fizet ügyvezetőjének. (Talán felfedezte - és szabadalmaztatta - az örök fiatalság elixírjét? Vagy megtalálta Eldorádót, és hektáronként egy dollárért megvásárolta? Vagy kapcsolatba lépett egy másik bolygón élő űrlényekkel, és megállapodott velük, hogy a földönkívüliek innentől kezdve mindent egyetlen földi vállalattól vásárolnak meg?) Mäskülönb en ez ek az arcátlanul magas fizetések azt sugallják, hogy a vállalatot a vezetők irányítják, a *vezetőkért*.

Messziről kerüljük el azt a céget, amelyik módosítja a vezetők részvényopcióinak a feltételeit (átárazza azokat, vagy új részvényopciókra cseréli a korábbiakat). Egy ilyen trükk során a vállalat visszavonja az alkalmazottai és vezetői meglévő (és jellemzően értéktelen) részvényopcióit, majd új, előnyös árú opciókra cseréli őket. Hogyan ösztönözhetik a részvényopciók a vállalati eszközökkel való jó sáfárkodást, ha értéküket soha nem veszíthetik el, és közben a végtelen nyereség lehetőségét kínálják? Egy jó hírű vállalattól szégyen, ha átárazza opcióit - ennek ellenére több tucat high-tech megtette ezt. És az a befektető, aki ilyen cég részvényét vásárolja meg, olyan birka, aki megérdemli, ha megnyírják.

Ha az éves jelentésben a részvényopciókhoz tartozó kötelező mellékletekre pillantunk, láthatjuk, hogy hány részvényopciót bocsátott ki az adott vállalat. Az AOL Time Warner például azt közölte velünk éves jelentése elején, hogy 2002. december 31-én a vállalat összes törzsrészvényének darabszáma 4,5 milliárd volt - ám a kiegészítő mellékletbe elrejtve kiderül, hogy a vállalat további 657 millió részvényre opciót bocsátott ki. így az AOL jövőbeli eredményeit mintegy 15 százalékkal több részvény között kell felosztani. Amikor egy vállalat jövőbeli értékét kívánjuk megbecsülni, a részvényopciókból származó új részvények okozta potenciális eredményhígulást is figyelembe kell vennünk.³

A www.sec.gov oldalon elérhető EDGÁR adatbázisból letölthető az éves jelentés „Form 4” nevű melléklete, amelyből megtudhatjuk, hogy a vállalat felső vezetői és igazgatói vettek-e a vállalat részvényeiből, illetve adtak-e el a tulajdonukban lévő

8 Jason Zweig az AOLTime Warner részvényopciókkal rendelkező alkalmazottja. A részvényopciók működéséről a 19. fejezethez írt kommentárok között olvashatunk részletesebben.

Kommentár a 11. fejezethez

papírokból. Számtalan ártatlan oka lehet egy bennfentesnek arra, hogy eladjon - például diverzifikálni kívánja befektetéseit, nagyobb házat akar venni, éppen válik házastársától, és el kell osztani a vagyont-, ám az ismétlődő, nagy volumenű eladások egyértelműen valamilyen veszélyre utalnak. A vállalat papírjaitól fokozatosan megszabaduló vezető szükségszerűen nem egy hajóban evez velünk, aki tulajdonrészt kíván szerezni a cégben.

- Vezetik vagy reklámozzák a vállalatot?

A felső vezetőknek idejük nagy részét vállalatuk a nyilvánosság számára nem látható irányításával, nem pedig a befektetői közönség felé történő reklámozásával kell tölteniük. A cégek első emberei túl gyakran panaszkodnak, hogy részvényeik - legyen azoknak aktuálisan bármilyen magas is az árfolyama - alulértékelték; eközben megfélekedeznek arról, amit Graham hangsúlyozott: a vezetőknek meg kell próbálniuk elkerülni azt, hogy a vállalat részvényeinek árfolyama túl alacsony, vagy túl magas legyen.⁹ Túl sok pénzügyi vezető bocsátkozik hasraütésszerű találgatásokba a vállalat negyedévi profitjával kapcsolatban. Egyes vállalatok pedig már-már betegesen ontják magukból a sajtóközleményeket, amelyekben átmeneti, triviális vagy feltételezett „lehetőségekről” beszámolva verik a mellüket.

Néhány vállalat - köztük a Coca-Cola, a Gillette és a USA Interactive - elkezdtek „egyszerűen nemet mondani” a Wall Street rövid távú gondolkodására. Ez a bátor csapat sokkal több részletet közöl aktuális büdzséről és hosszú távú terveiről, és visszautasítja, hogy arról spekuláljon, vajon mit hoz a következő 90 nap. (Ha szeretnénk példát látni arra, hogyan kommunikálhat egy társaság a részvényeseivel nyíltan és őszintén, menjünk a www.sec.gov oldalon található EDGAR adatbázisba, és tekintsük meg az Expeditors International of Washington által benyújtott 8-K nyomtatványokat, amelyek a vállalat és részvényesei között rendszeresen megtartott kérdezz-felelek típusú párbeszédet tartalmazzák.)

Végül tegyük fel a kérdést, hogy a cég számviteli gyakorlatai a pénzügyi jelentések átláthatóságát hivatottak-e szolgálni, vagy éppen ellenkezőleg, a befektetők tisztánlátását kívánják megnehezíteni. Amennyiben a rendkívüli kiadások újra meg újra felmerülnek, az egyszeri tételek olyan gyakoriak, hogy már szokásosnak tekintendők, az olyan betűszavak, mint az EBITDA, nagyobb hangsúlyt kapnak, mint az adózott eredmény, vagy „pro forma” nyereséggel álcázzák a ténylegesen negatív eredményt, akkor minden bizonnyal olyan vállalat pénzügyi kimutatását tartjuk a kezünkben, amelyik még nem tanulta meg, hogyan helyezze előtérbe a részvényesei hosszú távú érdekeit.¹⁰

Pénzügyi erő és tőkeszerkezet. Egy jó vállalkozás lehető legegyszerűbb definíciója a következőképpen hangzik: több pénzt termel, mint a mennyit felhasznál. A jó vezetők megtalálják a módját, hogyan tudják produktívan felhasználni ezt a pénzt. Az ennek

9 Lásd a 19. lábjegyzetet a 19. fejezethez írt kommentárok között az 418. oldalon.

10 Ha szeretnénk további információt ezekről a kérdésekről, lapozzunk a 12. fejezethez írt kommentárokhoz, illetve olvassuk el Joseph Fuller és Michael C. Jensen „Just Say No to Wall Street” című kiváló dolgozatát, amely a <http://papers.ssrn.com> oldalon érhető el.

Kommentár a 11. fejezethez

a meghatározásnak megfelelő vállalatok értéke hosszú távon szinte biztos, hogy növekedni fog, függetlenül attól, hogy a részvényt piac éppen merre tart.

Kezdjük a vállalat éves jelentésében található cash flow kimutatás elolvasásával. Nézzük meg, hogy a szokásos (működési) tevékenységből származó pénzeszközváltozás stabilan növekedett-e az elmúlt 10 évben. Ha ez megvan, lépünk tovább. Warren Buffett terjesztette el a *tulajdonosi nyereség* fogalmát. Ez nem más, mint az adózott eredmény plusz az amortizáció és az értékcsökkenés, mínusza szokásos tőkeberuházási kiadások értéke. Ahogy Christopher Davis, a Davis Selected Advisors befektetési szakértője fogalmaznia 100 százalékos részesedéssel rendelkező vállalkozásban, akkor mennyi pénz marad a zsebünkben az év végén? "A tulajdonosi nyereség, mivel olyan, a vállalat készpénzgyenlegét nem befolyásoló számviteli tételekkel korrigáljuk, mint az amortizáció és az értékcsökkenés, jobb mérőszám tud lenni, mint a jelentésben szereplő adózott eredmény. A tulajdonosi nyereség definíciójának pontosításához a következőket is le kell vonni a jelentett adózott eredményből:

- a részvényopciók költségét, amelyek a meglévő részvényektől az új bennfentes tulajdonosok keze közé terelik a nyereséget;
- minden „rendkívüli” vagy „eseti” költséget;
- a vállalat nyugdíjalapjából érkező minden „jövedelmet”.

Ha a részvényenkénti tulajdonosi nyereség egyenletesen és legalább 6 vagy /százalékkal nőtt az elmúlt 10 év során, akkora vállalat stabil nyereségtermelő képességgel rendelkezik, és igen jók a növekedésre vonatkozó kilátásai.

Vizsgáljuk meg ezt követően a vállalat tőkeszerkezetét. Lapozzunk a mérleghez, és nézzük meg, hogy mekkora adóssága (egyebek mellett mennyi elsőbbségi részvénye) van a vállalatnak; a hosszú lejáratú adósságnak általában a teljes tőke 50 százaléka alatt kell maradnia. A pénzügyi jelentések lábjegyzeteiből megállapíthatjuk, hogy a hosszú lejáratú adósság rögzített (és így állandó kamatfizetési kötelezettséggel jár) vagy változó kamatozású (amikor is a fizetendő kamat összege ingadozó, és ebből adódóan a kamatlábak emelkedése esetén a hitel nagyon költségessé válhat).

Keressük meg az éves jelentésben a fix költségeknek a nyereséghez viszonyított arányát. Az Amazon.com 2002-es éves jelentésében ez az érték azt mutatta, hogy az Amazon eredménye 145 millió dollárral kevesebb volt, mint amennyire a kamatköltségek kifizetéséhez szükség lett volna. Az Amazonnak a jövőben vagy sokkal többet kell keresnie a működésén, vagy meg kell találnia a módját, hogyan tud alacsonyabb kamatlábakon hitelt felvenni. Ha ez nem sikerül, úgy végezheti, hogy részvényesei helyett a kötvényesei lesznek a tulajdonosai, akik - ha nem látják biztosítva a nekik járó kamat kifizetését-bejelenthetik igényüket az Amazon eszközeire. (Hogy őszinték legyünk, el kell mondani, hogy az Amazon fix költségeinek és nyereségének aránya 2002-ben sokkal kedvezőbb volt, mint két évvel előtte, amikor a nyereség 1,1 milliárd dollárral maradt el a kamatköltségektől.)

Néhány gondolat az osztalék- és részvényt politikáról (a 19. fejezetben bővebben olvashatunk a témáról):

Kommentár a 11. fejezethez

- A bizonyítási kényszer a vállalaté, ha meg akar győzni minket, hogy jobban járunk, amennyiben nem fizet osztalékot. Ha a cég jó és rossz piaci körülmények között következetesen felülmúlta a versenytársak teljesítményét, akkor a vezetőség egyértelműen tanúbizonyosságát adta, hogy optimálisan használják fel a pénzt. Ha viszont az üzlet gyengélkedik, vagy a részvények elmaradnak a riválisok teljesítményétől, akkor a menedzserek és az igazgatók helytelenül használják a pénzt azzal, hogy nem hajlandók osztalékot fizetni.
- A részvényeiket ismétlődően felaprózó - és a felaprózást elsöprő hangvételű sajtóközleményekben világgá kürtölő - vállalatok tőkfilkóknak nézik a befektetőiket. A részvényesek, akik úgy odavannak a részvényfelaprózásért, valamiről megfedkeznek. Ugyanazt a hibát követik el, mint Berri jóggi, aki négy szeletre vágta pizzáját, mondván, „nem hiszem, hogy nyolc szeletet meg tudnék enni”. Két darab 50 dolláros árfolyamú részvény nem értékesebb, mint egy darab 100 dolláros árfolyamú papír. A részvényeiket felaprózásokkal népszerűsítő vállalatvezetők a befektetői közösség legkárosabb ösztöneit táplálják és erősítik, s az intelligens befektető kétszer is meggondolja, mielőtt az ilyen, a befektetőket lekezelő manipulátorok kezébe adná a pénzét."
- A vállalatoknak akkor kellene visszavásárolniuk részvényeiket, amikor olcsók - nem pedig akkor, amikor rekordmagasságokba emelkedtek. Sajnos mostanában túl gyakori, hogy a vállalatok akkor vásárolnak saját részvényt, *amikor az túlárzott*. Ennél cinikusabb módon nem is lehet elvesztegetni a cég pénzét - hiszen ennek a manővernek az az igazi célja, hogy a felső vezetők több millió dolláros jövedelemhez jussanak saját részvényopcióik - a „részvényesi érték növelése” ürügyén történő - lehívásával.

Számos anekdota született, amely éppen arról szól, hogy a „részvényesi érték növeléséről” beszélő vezetők ritkán növelik azt. Ahogy az élet szinte minden területén, a befektetések esetében is igaz, hogy a végső győzelmet általában nem az aratja le, aki beszél róla, hanem az, aki tesz is érte.

11 A részvényfelaprózásokkal részletesen foglalkozunk a 13. fejezethez írt kommentárookban.

12. FEJEZET

Megfontolásra érdemes gondolatok a részvényenkénti eredményről

A fejezetet két olyan, a befektetőnek szóló tanáccsal kezdjük, amelyek némiképp ellentmondásban állnak egymással. Az első: egyetlen év nyereségét nem szabad komolyan venni. A második: ha figyelmünket a rövid távú nyereségadatokra fordítjuk, vigyázzunk az egy részvényre számított mutatók egyszerű csapdáira. Amennyiben első figyelmeztetésünket szigorúan betartaná a befektető, akkor a második teljesen felesleges lenne. Ám ésszerűen gondolkodva nem várható el, hogy a részvényesek többsége a részvényekkel kapcsolatos összes döntését a hosszú távú múltbeli eredmények és a hasonló idősíki kilátások alapján hozza meg. A negyedéves - és még inkább az éves adatok - a pénzügyi körök kiemelt figyelmét élvezik, és szinte biztos, hogy ez a kiemelt figyelem a befektető gondolkodására is hatással lesz. Ebből kifolyólag némi felvilágosításra van szüksége ezen a befektető félrevezetésére oly sok lehetőséget kínáló területen.

A fejezet írása idején jelent meg a *Wall Street Journalben* az Aluminum Company of America (ALCOA) 1970-es éves jelentése. Az olvasó elsőként az alábbi számokat pillanthatta meg:

	1970	1969
Részvényenkénti eredmény ³ (dollár)	5,20	5,58

A kis^a betű a kiegészítő mellékletben arról tájékoztat, hogy egyszeri tételek nélküli, adózott eredményre kell gondolnunk. Rengeteg információt találunk a kiegészítő mellékletben, amely valójában kétszer annyi helyet foglal el, mint az alapadatok.

A decemberi negyedévben önmagában 1,58 és 1,56 dollárt tett ki az 1970-es, illetve az 1969-es egy részvényre jutó eredmény.

Az ALCOA-részvények iránt érdeklődő befektető vagy spekuláns e számok olvastán a következőket gondolhatja magában: „Nem is olyan rossz. Tudtam, hogy 1970 a recesszió éve volt az alumíniumiparban. Ám a negyedik negyedév az 1969-esnél nagyobb, éves szinten 6,32 dolláros nyereséget mutat. Lássuk csak! A részvény jelenleg 62 dolláron forog. Hiszen ez kevesebb mint tízszerese a részvényenkénti eredménynek! Egész olcsónak tűnik ahhoz képest, hogy az International Nickel a nyeresége 16-szorosán forog, stb., stb.”

Megfontolásra érdemes gondolatok a részvényenkénti eredményről

Ám ha befektető-spekuláns barátunk vette volna a fáradságot, hogy a teljes láb-jegyzetet átböngéssze, azt találta volna, hogy a részvényenkénti eredmény egyetlen értéke helyett igazából négy ilyen érték is létezik az 1970-es évhez, nevezetesen:

	2970	1969
Adózott eredmény	5,20	5,58
Adózott eredmény (egyszeri tételekkel)	4,32	5,58
Részvényenkénti eredmény hígított értéke egyszeri tételek nélkül	5,01	5,35
Részvényenkénti eredmény hígított értéke egyszeri tételekkel	4,19	5,35

Csak a negyedik negyedévhez két érték tartozik:

Adózott eredmény	1,58	1,56
Adózott eredmény (egyszeri tételekkel)	0,70	1,56

Mit jelentenek ezek az újabb eredményadatok? Melyik az adott évre és a decemberi negyedévre vonatkozó valódi nyereség? Ha az utóbbinál a 70 centtel kell számolnunk - ez az egyszeri tételeket is magában foglaló adózott eredmény akkor éves nyereségnek 6,32 dollár helyett csak 2,80 adódik, a 62 dolláros árfo-lyam pedig az imént számolt tíz helyett huszonkétszer annyi, mint az eredmény.

Az ALCOA „valódi nyereségére” vonatkozó kérdés egy részét viszonylag könnyű megválaszolni. A hígítás hatását figyelembe vevő, 5,20 dollárról 5,01 dollárra való csökkenés egyértelműen magyarázható. Az ALCOA nagy mennyiségben bocsátott ki részvényre átváltható kötvényt; a törzsrészvények „jövedelmezőségének” az 1970-es adatok alapján történő kiszámításához feltételeznünk kell, hogy amennyiben a kötvénytulajdonosoknak megéri törzsrészvényekre átváltani papírjaikat, akkor élni fognak ezzel a jogukkal. Az ALCOA esetében ez nincs különösebb hatással az eredményre, és alig érdemel megjegyzést. Ám más esetekben az átváltási jogok - és a részvényutalványok, más néven opciók utalványok (warrants) - figyelembevétele szemmel láthatóan, akár felére is csökkentheti a részvényenkénti eredményt. A későbbiekben igazán jelentős hígulási tényezőre is példákat mutatunk majd (lásd a 337. oldalon). (A pénzügyi szolgáltatók jelentéseikben és elemzéseikben nem minden esetben következtetnek a hígulási tényező figyelembevételét illetően.)*

* A „hígulás” egyike azoknak a kifejezéseknek, amelyeket az áramlástan területéről kölcsönöztünk a részvények leírására. A nagy kereskedési forgalommal jellemezhető részvényre azt mondjuk, hogy „likvid”. Amikor pánikhangulat esetén a spekulánsok rendkívül rövid idő alatt nagy mennyiségű papírt adnak el, „öntik” a részvényt. És régebben azt mondták arról a vállalatról, amely - jelentős mennyiségű átváltható kötvény kibocsátásával vagy folyamatos részvénykibocsátásokkal - drámai mértékben felhígította részvényeit, hogy „vizezi” a papírját. A kifejezés eredete Daniel Drew-hoz (1797-1879), a legendás piacmanipulátorhoz kötődik, aki élő állatokkal kereskedve kezdte piaci karrierjét. Amikor a vásárba menet Manhattan felé hajtotta a szarvasmarhákat, só evésére kényszerítette őket. A sótól rettentően megszomjazott állatok a Harlem folyóhoz érve rengeteg vizet ittak. Ezt követően érkeztek meg a piacra, ahol az előtte megivott víznek köszönhetően megnőtt a tömegük. Így Drew jóval magasabb árat kapott értük, hiszen az élő jószágot súly alapján árulják. Drew a későbbiekben az Erie Railroad vasúttársaság részvényeit vezette azáltal, hogy figyelmeztetés nélkül bocsátott ki nem kevés új részvényt.

Az intelligens befektető

Folytassuk az „egyszeri tételek” témájával! A negyedik negyedévben levont 18800000 dollár, amely részvényenként 88 centet tesz ki, egyáltalán nem jelentéktelen. Hagyjuk teljesen figyelmen kívül, fogadjuk el teljes egészében a nyereséget csökkentő tételként, vagy válasszunk valamilyen köztes megoldást?

A figyelmes befektető feltehed magának a kérdést: miként lehetséges, hogy az ilyen rendkívüli leírások az 1970-es zárás után szinte víruszerűen jelentek meg, míg a korábbi évekre egyáltalán nem voltak jellemzők? Lehet ez olasz kezek* alapos munkája a számviteli osztályon - természetesen most is, mint mindig, a jogszabályok engedte kereteken belül? Közelebbről megvizsgálva azt látjuk, hogy ezek a tényleges bekövetkezésük előtt leírt veszteségek úgy eltüntethetők, hogy lényegében semmilyen negatív hatással ne legyenek sem a múltbeli, sem a jövőbeli alapvető eredményekre. Szélsőséges esetekben még arra is alkalmasak lehetnek, hogy - a leírásból származó adóelőny többé-kevésbé szemfényvesztő felhasználásával - a következő időszaki nyereséget a valóságosnál kétszer nagyobbak tüntessék fel.

Az ALCOA egyszeri tételeinek vizsgálata során először azt kell megállapítanunk, hogyan merültek fel ezek. A mérleghez csatolt magyarázatok elég pontosan fogalmazznak. A levonások négy forrásból származnak, nevezetesen:

1. A vezetőség becslése a késztermék divízió bezárásának várt költségeire.
2. Ugyanez az ALCOA Castings Co. gyárainak bezárására.
3. Ugyanez az ALCOA Credit Co. megszüntetésének veszteségeire.
4. Egy „függönyfallal” kapcsolatos szerződés teljesítéséhez kapcsolódó, 5,3 millió dolláros becsült költség.

Mindegyik tétel jövőbeli költségekhez és veszteségekhez kapcsolódik. Könnyen mondhatjuk, hogy nem képezik részét az 1970-es „szokásos működési eredményeknek” - ám ebben az esetben hova sorolhatók? Olyan értelemben „rendkívüliek és egyszeriek”, hogy sehova sem sorolhatók? Egy olyan hatalmas vállalat, mint az ALCOA, amely évi 1,5 milliárd dolláros forgalmat bonyolít le, szükségszerűen számtalan divízióval, részleggel, leányvállalattal stb. rendelkezik. Miért nem tekinthető szokásosnak, ha ezek közül egynéhány veszteségesnek bizonyul, és éppen ezért bezárják? Miért rendkívüli ez? Ugyanez a helyzet a fal építésére vonatkozó szerződéssel. Képzeljük el, hogy minden esetben, ha egy vállalat veszteséget ér el valamelyik részlegével, az a remek ötlete támad, hogy „egyszeri tételként” leírja azt, és így a jelentésében szereplő „alapvető eredménye” csak a nyereséges szerződéseit és műveleteit

* Graham azon bevándorló olasz kőfaragók pontos és aprólékos munkájára utal, akik az 1900-as évek elején a New York-i épületek egyébként egyszerű homlokzatát díszítették. Hozzájuk hasonlóan a könyvelők is képesek az egyszerű pénzügyi tényeket bonyolult és szinte kibogozhatatlan módon tálalni.

tartalmazza? Olyan, mint VII. Edward király napórája, amely csak a „napos órákat” mutatja.”

Az olvasónak két zseniális dologra érdemes felfigyelnie az ALCOA imént bemutatott ügyeskedésében. Az első, hogy a *jövőbeli veszteségek előrejelzésével* a vállalat mentesül attól, hogy a veszteséget magát egy jól meghatározható évhez kösse. 1970-hez nem tartoznak veszteségek, mert ténylegesen nem abban az évben merültek fel. Abban az évben pedig, amikor ténylegesen felmerülnek, nem fognak *megjelenni*, mert már szerepeltek egy korábbi beszámolóban. Szép munka, de egy icipicit nem félrevezető?

Az ALCOA-jelentés melléklete semmit nem szól ezeknek a veszteségeknek a jövőbeli adócsökkentő hatásáról. (Az ilyen típusú kimutatások többségében egyértelműen kijelentik, hogy csak az „adózás utáni hatást” írták le.) Amennyiben az ALCOA számai nem tartalmazzák a jövőbeli veszteségek adócsökkentő hatását, akkor nemcsak hogy mentesítik a jövőbeli nyereséget e kiadások terhétől (amikor azok ténylegesen felmerülnek), hanem még *meg is növelik* azt a veszteség mintegy 50 százalékanak megfelelő adóelőnyvel. Nehéz elhinni, hogy a könyvelést így kezelik. Ám tény, hogy egyes, a múltban jelentős veszteségeket elszenvedett vállalatok olyan jövőbeli eredményeket mutathatnak ki jelentéseikben, amelyeket nem terheli a szokásos adó, és így valóban nagyon csinos profit látszatát tudják kelteni - amely meglehetősen paradox módon a múltbeli szégyenfoltjaikon alapul. (Az *előző évek* veszteségeiből származó adócsökkenést most már külön, „rendkívüli tételekként” mutatják ki, ám a jövőbeli statisztikákban a végleges „adózott eredményben” fognak szerepelni. Amennyiben azonban a *jövőbeli* veszteségekre most képezett tartalék azok várható adócsökkentő hatását tartalmazza, akkor évek múlva nem fordulhat elő ilyen fajta illuzórikus adózott eredménynövekedés.)

A másik zseniális dolog: ahogy az ALCOA és sok más vállalat 1970 végét ezekre a rendkívüli leírásokra felhasználta. A részvénypiac 1970 első felében gyakorlatilag egy merő vérfürdő volt. A vállalatok többségétől mindenki viszonylag gyenge eredményeket várt erre az évre. 1971-re, 1972-re stb. azonban már jobb eredményekre számított a Wall Street. Milyen okos dolog hát, ha a lehető legtöbbet a rossz évre terhelünk, amelyről lelke mélyén már úgyis mindenki lemondott, és gyakorlatilag már a múltba vészett, és így tiszta lapot teremtünk az elkövetkező évek ügyesen felhizlalt számainak! Lehet, hogy ez jó könyvelés, jó üzletpolitika, sőt még a vezetőség és a részvényesek közötti kapcsolatnak is jót tehet. Nekünk mégis erős kétségeink vannak ezzel kapcsolatban.

* A király valószínűleg az angol író, William Hazlitt egykoron jól ismert írásából merített ihletet. Hazlitt egy Velence közelében lévő napórán merengett, amelyre a *Horas non numero nisi serenas*, azaz a „csak a derűs órákat számolom” szöveg volt írva. A vállalatok, amelyek a negatív eseményeket azzal az ürüggyel, hogy „rendkívüliek” vagy „esetiek”, kihagyják a pénzügyi jelentéseikből, Hazlithez hasonlóan viselkednek, aki azt tanácsolta olvasóinak, hogy „csak a kellemes dolgokat jegyezzék meg, csak a sors mosolyaira figyeljenek, rosszálló pillantásait felejtésük elállítsák össze életüket derült és kedves pillanatokból, forduljanak a dolgok napos oldala felé, és hagyják, hogy a többi észrevétlen elszálljon emlékezetükből”. (William Hazlitt, *Egy napóráról*, 1827 körül.) Sajnos a befektetőknek a napos és a borús órákat egyaránt számolniuk kell.

Az 1970 végén a padlás kisöprésére irányuló igen változatos erőfeszítések furcsán festő magyarázatokat eredményeztek az éves jelentések mellékleteiben. Az olvasó jót derülhet azon a magyarázaton, amelyet a New York-i Értéktőzsdén jegyzett egyik cég (a nevét fedje jótékony homály) adott befektetőinek 2 357 000 dollárról, vagyis a rendkívüli tételek nélküli nyereségének mintegy harmadát kitevő „egyszeri tételekről”: „A Spalding United Kingdom működésének megszüntetésére képezett tartalékot; az egyik divízió átszervezési költségeire képezett tartalékot; egy gyereknadrág- és partedligyártó cég eladásának, egy spanyol autókölcsönzőben meglévő kisebbségi részesedés értékesítésének és egy sícipőgyártó felszámolásának költségeit tartalmazza.”

Évekkel ezelőtt a stabil vállalatok „tartalékalapot” képeztek a *jó évek* nyereségeiből, hogy mérsékeljék a majdani válságosabb évek negatív hatásait. Az a szándék állt e mögött, hogy többé-kevésbé kiegyenlítsék a jelentéseikben közétett nyereségeiket, és erősítsék a múltbeli eredményeik stabilitását. Tiszteletre méltó cél, mondhatnánk; ám a könyvelők teljesen jogosan tiltakoztak e gyakorlat ellen, lévén, hogy az elferdíti a tényleges számokat. Ragaszkodtak ahhoz, hogy minden év eredményeit úgy mutassák ki, amilyenek azok ténylegesen voltak - akár jók, akár rosszak -, a részvényesek és elemzők pedig, ha akarják, majd elvégzik maguknak az átlagolás és a kiegyenlítés feladatát. Most ezzel éppen ellentétes folyamatnak lehetünk a szemtanúi, amikor mindenki igyekszik minél több kiadást az 1970-es évre terhelni, hogy az 1971-es évet ne egyszerűen tiszta lappal, hanem arra felkészülve indítsák, hogy az elkövetkező években minél megnoverőbb részvényenkénti eredményekről számolhassanak be.

Ideje visszatérnünk első kérdésünkhöz. Mennyi hát 1970-ben az ALCOA tényleges nyeresége? A pontos válasz így szól: a részvényenkénti 5,01 dollár hígított eredmény, amelyből még *le kell vonni* a „rendkívüli kiadások” 82 centjének azon részét, amely ténylegesen az 1970-es évhez köthető. Ám nincs információnk arról, hogy mekkora ez a rész, éppen ezért *nem tudjuk pontosan megállapítani az adott év tényleges nyereségét*. A vezetőségnek és a könyvvizsgálóknak a lehető legpontosabb képet kellett volna megadniuk számunkra, de nem ezt tették. Mi több, a vezetőségnek és a könyvvizsgálóknak a még előttünk lévő - mondjuk öt - év *szokásos eredményeiből* kellett volna levonniuk ezeket a kiadásokat. Nyilvánvalóan ezt sem fogják megtermi, hiszen 1970-es rendkívüli kiadások címén már azok teljes összegétől kényelmesen megváltak.

Minél komolyabban veszik a befektetők a részvényenkénti nyereségnek a jelentésekben közzétett számait, annál fontosabb, hogy résen legyenek az ilyen és ehhez hasonló könyvelési gyakorlatokkal szemben, amelyek megakadályozhatják a számok értelmes összehasonlítását. Három ilyenfajta tényezőt említettünk: a részvényenkénti eredményekben nem szükségszerűen tükröződő *egyszeri tételek* alkalmazása, amelyek soha nem jelenhetnek meg a szokásos egy részvényre jutó

* A vállalat, amelyre Graham ilyen szemérmesen utal, minden bizonnyal az American Machine & Foundry (más néven AMF Corp.), egyike a 60-as évek végének legvegyesebb összetételű konglomerátumainak. Jogelődje a ma is működő AMF Bowling Worldwide-nak, amely bowlingpályákat üzemeltet, és bowlingeszközöket gyárt.

nyereség mutatóiban, a múltbeli veszteségek okán alacsonyabb *társasági adó* és a jelentős mennyiségű átváltható értékpapír és részvényutalvány jelenlétéből következő *hígulási* tényező.¹ Egy negyedik tétel, amely képes jelentősen befolyásolni a jelentésekben közzétett eredményt, az értékcsökkenés számításának módszere - amely elsődlegesen „lineáris” és „gyorsított” lehet. Nem kívánunk itt belemenni a részletekbe, de engedje meg az olvasó, hogy közelmúltbeli példaként megemlítsük a TraneCo. 1970-es jelentését. A vállalat az 1969-es részvényenkénti eredményhez képest majdnem 20 százalékos növekedésről számolt be - 2,76 dollár helyett 3,29 - ám ennek mintegy fele a jó öreg lineáris értékcsökkenési leíráshoz való visszatérésből származik, amely az egy évvel korábban használt gyorsított értékcsökkenésnél kevésbé terheli meg az eredményt. (A vállalat továbbra is a gyorsított ütemű értékcsökkenést alkalmazza a jövedelemadó bevallásában, így a különbségre kihasználhatja a halasztott adófizetés előnyeit.) Egy másik, időnként fontos tényező, hogy a kutatási-fejlesztési költségeket azok tényleges felmerülésének évében számolják el, vagy többéves perióduson keresztül írják le. Végül hadd említsük meg a FIFO (first-in-first-out, azaz elsőnek be, elsőnek ki) és a LIFO (last-in-first-out, azaz utolsónak be, elsőnek ki) készletértékelési módszerek közötti választás lehetőségét is.*

Nyilvánvalónak tűnhet, hogy a befektetőknek nem érdemes figyelmet szentelni az ilyen könyvelési praktikáknak, ha azok viszonylag kis értékre irányulnak. Ám amilyen a Wall Street, a még önmagukban egészen apró tételeket is komolyan lehet venni. Két nappal azelőtt, hogy az ALCOA jelentését közzétették a *Wall Street Journal*ban, az újságban valóságos vita alakult ki a Dow Chemical hasonló kimutatásával kapcsolatban. Ez végül azzal a megállapítással zárult, hogy „sok elemzőt” aggasztott a tény, hogy a Dow 1969-es szokásos eredménye között szerepeltetett egy 21 centes tételt ahelyett, hogy a „rendkívüli eredmény” tételei közé sorolta volna. Miért ez a felhajtás? Nyilvánvalóan azért, mert a Dow Chemical értékelése pontosan attól függ, hogy az 1969-es eredmény mennyivel haladja meg az előző évet - jelen esetben 9 vagy 4,5 százalékkal. Meglehetősen abszurdnak érezzük ezt; nagyon valószínűtlen, hogy az egyévi eredményekben rejlő apró különbségeknek bármilyen jelentőségük lenne a jövőbeli átlagos nyereségre vagy növekedésre, és így a vállalat konzervatív, reális értékelésére.

* Napjainkban számos egyéb, a közzétett eredményeket torzítani képes „könyvelési tényezővel” is tisztában kell lenniük a befektetőknek. Az egyik a „pro forma” vagyis „mintha” pénzügyi jelentés, amely úgy számol be a vállalat eredményéről, mintha a Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), azaz az - Egyesült Államokban - elfogadott számviteli szabályok nem léteznének. Egy másik ilyen a vállalat által a menedzsment jutalmazása érdekében kibocsátott több milliárd részvényopcióeredményhígító hatása, amely a vállalat azzal el lehetételezhet, hogy - a részvények értékének az opciók kibocsátása miatti csökkenését megakadályozandó - ugyanannyi részvényt visszavásárol. Egy harmadik tényező a vállalati nyugdíjalap hozamára vonatkozó irreális feltételezés, amely a jó években mesterségesen felpumpálja az eredményt, a rossz években pedig csökkenti azt. Említhetnénk még a kifejezetten adott célra létrehozott cégeket. Ezek olyan leányvállalatok vagy társulások, amelyek a vállalat kockázatos eszközeit vagy forrásait megvásárolva „eltüntetik” a vállalat mérlegéből azok pénzügyi kockázatát. Egy másik torzítási tényező a marketing- és egyéb, „nem kézzelfogható” költségeknek a vállalat eszközei közé sorolása, ahelyett hogy a szokásos vállalkozási költségek között szerepeltetnék őket. A *fejezethez* írt *kommentárok* között röviden bemutatjuk ezeket a gyakorlatokat.

Ellenpéldaként vizsgáljunk meg egy másik, szintén 1971 januárjában megjelenő eredménykimutatást. Ez a Northwest Industries, Inc. 1970-es jelentése." A vállalat rendkívüli tételként nem kevesebb mint 264 millió dollárt tervezett egy csapásra leírni: 200 millió dollárt a cég egyik leányvállalatának - egy vasúttársaságnak - az alkalmazottaknak való tervezett értékesítésével kapcsolatban felmerülő veszteségek, a többit pedig egy közelmúltbeli részvényvásárlás leírása miatt.

Ezek együttesen - az eredményhígítás hatása nélkül - törzsrészvényenként körülbelül 35 dollár veszteséget jelentenek, ami mintegy kétszerese az aktuális piaci árnak. Ez már igazán jelentős összeg. Ha a tranzakció végbemegy, és ha az adójogszabályok időközben nem változnak, akkor ez az 1970-re elszámolt veszteség lehetővé teszi a Northwest Industriesnak, hogy - öt éven belül - anélkül realizálhasson más érdekeltségeiből származó körülbelül 400 millió dollárnyi jövőbeli profitot, hogy az után társasági adót fizetne." Mennyi lesz hát a vállalat valós eredménye; hogyan számoljuk azt, a ténylegesen ki nem fizetendő, közel 50 százalékos társasági adó figyelembevételével vagy anélkül? Véleményünk szerint a helyes számítási mód az lenne, ha először a teljes társaságiadó-fizetési kötelezettség alapján kalkulálnánk a jövedelmezőséget, majd ezen becslésből vonnánk le valamilyen következtetést a részvény értékére vonatkozóan. Ehhez aztán hozzáadhatnánk valamennyit, ami annak a fontos, ám átmeneti adókedvezménynek az egy részvényre jutó részét jelképezi, amelyet a vállalat a jövőben élvezhet. (Jelen esetben a lehetséges nagymértékű eredményhígulást is figyelembe kell venni. Amennyiben az átváltható elsőbbségi részesítések és a részvényutalványok tulajdonosai élnének az értékpapírjaik által biztosított jogokkal, akkor a részvények darabszáma több mint a duplájára nőne.)

Mindez zavaros és unalmas lehet olvasóink számára, ám hozzátartozik a történethez. A vállalati számvitel gyakran trükkös dolog; az értékpapír-elemzés komplikált lehet; a részvényértékelések csak kivételes esetekben igazán megbízhatók."* A befektetők többségének talán elegendő lenne, ha biztosíthatná magának, hogy megfelelő értéket kap az általa megfizetett árért, és ennyiben hagyná a dolgot.

* A Northwest Industries többek között a Chicago and Northwestern Railway Co.-t és a Union Underweart (a BVD és a Fruit of the Loom márkák gyártója) magában foglaló holdingtársaság volt. 1985-ben vásárolta fel a túlzottan eladósodott befektető, William Farley, aki annak rendje és módja szerint csődbe is vitte a társaságot. A Fruit of the Loomot a csődeljárás alatt Warren Buffett Berkshire Hathaway, Inc. nevű cége vette meg 2002 elején.

** Graham arra az amerikai szövetségi adójogszabályra utal, amely lehetővé teszi a vállalatoknak, hogy adózás utáni működési veszteségeiket „áthozzák”, azaz elhatárolják. A jelenlegi adójogszabályok mellett az ilyen veszteségek akár 20 évig elhatárolhatók, így ezen teljes időszak alatt csökkenthető velük a vállalat adófizetési kötelezettsége (és növelhető az adózott eredmény). Ezért a befektetőknek figyelembe kell venniük annak lehetőségét, hogy a jelenbeli súlyos veszteségek akár *javíthatják* is a jövőbeli adózott eredményeket.

*** A befektetők jól jegyezzék meg ezeket a szavakat, és gyakran emlékeztessék rá saját magukat: „A részvényértékelések csak kivételes esetekben igazán megbízhatók.” Míg a részvényárfolyamok az időnagyrészében körülbelül megfelelőek, a részvény ára és a mögötte álló vállalkozás értéke szinte soha nem egyezik meg. A piac árról alkotott ítélete gyakran megbízhatatlan. Sajnos a piac árazási hibahatára sok esetben nem elég számottevő ahhoz, hogy fedezze a kereskedés költségeit. Az intelligens befektetőnek, mielőtt megpróbálná kihasználni az árazás tökéletlenségeit, gondosan mérlegelnie kell a kereskedési költségeket és az adózási hatásokat - és soha nem szabad építenie arra, hogy az aktuális, a piacon jegyzett áron tud majd eladni.

Átlagnyereségek használata

A korábbi időkben az elemzők és a befektetők is jelentős figyelmet szenteltek egy viszonylag hosszú múltbeli időszak - általában az előző hét-tíz év - átlagos nyereségének. Ez az „átlagérték” alkalmas volt az üzleti ciklusok gyakori kilengéseinek a kisimitására, és úgy gondolták, hogy jobban jelképezi a vállalat jövédélmezőségét, mint pusztán az előző évi eredmények. Az ilyen átlagolási folyamat egyik fontos előnye, hogy szinte az összes egyszeri tételre és adóelőnyre vonatkozóan megoldja azt a problémát, hogy miként számoljunk velük. Az átlagos nyereségben ezek *benne* kell, hogy legyenek, hiszen ezeknek a veszteségeknek és nyereségeknek a nagy része minden bizonnyal a vállalat korábbi működési eredményei közé tartozik. Ha elvégezzük ezt az átlagolást az ALCOA esetében, az 1961-1970-es (tízéves) átlagnyereség részvényenként 3,62 dollárt, míg az 1964 és 1970 közötti hét év esetében ez az adat 4,62 dollár. Ha ezeket az értékeket az ugyanezekre az időszakokra vonatkozó növekedési ütemmel és a nyereség stabilitásával együtt vizsgáljuk, kellően átfogó képet kaphatunk a vállalat múltbeli teljesítményéről.

A múltbeli növekedési ütem számítása

Elsődleges fontosságú, hogy valamely vállalat múltbeli eredményeiből adódó növekedési tényezőt megfelelő módon vegyük figyelembe. Magas növekedési ütem esetén a közelmúltbeli eredmények jócskán a hét- vagy tízéves átlag fölé eshetnek, és az elemzők irrelevánsnak vélhetik ezeket a hosszú távú értékeket. Ezt nem lenne szabad tenniük. Az eredmények esetében *mind* azok átlagát, *mind* a legutolsó évi (negyedévi) értéket meg lehet adni. Azt javasoljuk, hogy a növekedési ütemet magát az elmúlt három év *átlagát* és a tíz évvel korábbi megfelelő értékeket összehasonlítva számoljuk ki. (Ahol a „rendkívüli tételek” problémája jelentkezik, kompromisszumos alapon vegyük azokat figyelembe.) Tekintsük át az ALCOA - és összehasonlítóképpen a Sears Roebuck, illetve a teljes DJIA csoport - növekedésére vonatkozó alábbi számításokat.

Megjegyzés: Ezek a számok hosszú vitákra adhatnak alapot. Sok más, alapos matematikai számításból adódó eredményhez hasonlóan vélhetően jól mutatják az 1958 és 1970 közötti hosszú időszak nyereségeinek a növekedési ütemét. Ám mennyire releváns ez - a részvényértékelésekben általában központi szerepet játszó - érték az ALCOA esetében? Múltbeli növekedési rátája kiváló volt, egy kicsivel még a sokat méltatott Sears Roebuckét is meghaladta, a DJIA egészét pedig jelentősen felülmúlta. Ám úgy tűnt, hogy 1971 elején a piaci ár nem vesz tudomást erről a remek teljesítményről. Az ALCOA csupán az elmúlt háromévi átlagnyereségének 11,5-szeresén forgott, míg a Sears esetében 27, a DJIA-nél pedig több mint 15 volt ugyanez a szorzó. Hogyan lehetséges ez? A Wall Street a múltbeli eredmények ellenére nyilvánvalóan meglehetősen pesszimista véleményt

« Az „átlagérték” itt pusztán a Graham által az előző mondatban említett egyszerű - vagyis számtani-átlagra utal.

Az intelligens befektető

formál az ALCOA nyereségének jövőbeli alakulásáról. Az ALCOA legmagasabb árfolyamát - elég meglepő módon - még 1959-ben érte el. Abban az évben 116 dolláron, nyereségének 45-szörösén forgott a papír. (Ezt a Sears Roebuck 25,5 dolláros, az akkori nyereségének 20-szorosát kitevő árfolyammaximumával érdemes összehasonlítani.) Noha az ALCOA profitja jelentős növekedésen ment keresztül az ezt követő időszakban, nyilvánvaló, hogy a piaci árban jócskán felülbecsülték a vállalat jövőbeli lehetőségeit. 1970-ben pontosan az 1959-es csúcsának felén zárt, míg a Sears megháromszorozta árfolyamát, a DJIA pedig közel 30 százalékot emelkedett.

12.1. táblázat

	ALCOA	Sears	Roebuck	D/M
Átlagos nyereség, 1968-1970 (dollár)	4,95"	2,87		55,40
Átlagos nyereség, 1958-1960 (dollár)	2,08	1,23		31,49
Növekedés (százalék)	141,0	134,0		75,0
Éves növekedési ütem (százalék)	9,0	8,7		5,7

^aA 82 centre rúgó 1970-es rendkívüli kiadások háromötödének levonásával.

Rá kell mutatnunk, hogy az ALCOA tőkére vetített nyeresége* csak átlagos vagy annál is gyengébb volt, és itt ez fontos tényező lehet. A magas szorzók csak abban az esetben *maradnak meg* a részvényt piacon, ha a vállalat az átlagnál jobb jövedelmezőséget ér el.

Alkalmazzuk most az ALCOA-ra az előző fejezetben, a „kétszörös értékelési folyamattal” kapcsolatban tett javaslatunkat.” Egy ilyen módszer a DJIA 10 százalékanak megfelelő „múltbeli teljesítményértéket” eredményezne az ALCOA esetében, ami a DJIA 1970-es 840 pontos záró árából kiindulva részvényenként 84 dollárt jelent. Ez alapján a részvények igen vonzóknak tünnek volna az 57,25 dolláros árfolyamukon.

Milyen mértékben kellett volna a vezető elemzőnek lepontozni a „múltbeli teljesítményértéket” ahhoz, hogy figyelembe vegye az általa a jövőre vonatkozóan várt negatív fejleményeket? Őszintén szólva, fogalmunk sincsen. Tegyük fel, hogy valamilyen okból úgy gondolhatta, hogy az 1971-es részvényenkénti eredmény mindössze 2,50 dollár lesz - ami jelentős csökkenés az 1970-es értékhez képest, különösen a DJIA egészétől várt emelkedéshez viszonyítva. A részvényt piac nagyvalószínűséggel igen komolyan venné ezt a gyenge teljesítményt, ám valóban kellő alapot jelentene ez ahhoz, hogy az egykor hatalmas Aluminum Company of Americát relatíve *nem jövedelmező* vállalatnak minősítse, és a részvények

* Úgy tűnik, hogy Graham a könyv szerinti megtérülés hagyományos értelmében használja a „tőkére vetített nyereség” kifejezést. Előbbi lényegében az adózott eredmény osztva a vállalat nettó materiális eszközeinek értékével.

** Lásd 242-243. oldal.

Megfontolásra érdemes gondolatok a részvényenkénti eredményről

mögött álló materiális eszközök értékénél kevesebbre értékelje?*(Az árfolyam 1971-ben a májusi 70 dolláros csúcsponttól lefelé indulva 36 dolláros mélypontot ért el decemberben. A könyv szerinti érték 55 dollár volt.)

Az ALCOA nyilvánvalóan egy meghatározó, óriásméretű ipari vállalat, de mi úgy gondoljuk, hogy árfolyamának és eredményeinek a múltbeli alakulása szokatlanabb, sőt ellentmondásosabb, mint a többi nagyvállalaté. Ennek ellenére ez a példa bizonyos fokig alátámasztja azon kétségeinket, amelyeknek az előző fejezetben, a tipikus iparvállalatokra alkalmazott értékelési módszer megbízhatóságával kapcsolatban adtunk hangot.

* A közelmúlt- és tengernyi pénzügyi kutatás azt mutatja, a piac azokkal a vállalatokkal szemben a legkevésbé elnéző, amelyek gyorsan növekednek, majd hirtelen csökkenő nyereségről számolnak be. A mérsékeltebb ütemben és stabilabban gyarapodó vállalatok, amilyen Graham idejében az ALCOA volt, napjainkban pedig az Anheuser-Busch és a Colgate-Palmolive, valamivel enyhébb árfolyamcsökkenést kénytelenek elszenvedni, ha kiábrándító eredményt jelentenek. A nagy várakozások komoly csalódáshoz vezetnek, ha nem teljesülnek; ha mérsékelt elvárásoknak nem sikerül megfelelni, akkor a reakció is sokkal visszafogottabb. Ezért a növekedési részvények birtoklásának egyik legnagyobb kockázata nem az, hogy a növekedésük leáll, hanem az, hogy az csupán lelassul. És hosszú távon ez nemcsak kockázat, hanem lényegében egy biztosan bekövetkező tény.

Kommentár a 12. fejezethez

"Könnyebben kirabolhat egy olyan fickó, akinek toll van a kezében, mint egy olyan, akinek fegyver."
(Bo Diddley)

Játék a számokkal

Talán még Graham is megdöbbenne azon, hogy a vállalatok és könyvelőik az elmúlt évek során milyen gátlástalanul kitolták a jó illem határait. A részvényopciókon keresztül hatalmas jövedelemre szert tevő csúcsvezetők felismerték, hogy mesésen gazdagok lehetnek, ha az elkövetkező néhány egymást követő évre sikerül megnövelniük a vállalati eredményeket.¹ Több száz vállalat sértette meg a számviteli szabályok szellemét, sőt esetenként magukat a szabályokat is - üres fecsegéssé silányítva ezzel pénzügyi jelentéseiket, kozmetikázva csúnya eredményeiken, elrejtve kiadásait vagy a semmiből is nyereséget gyártva. Nézzünk meg néhányat ezen kétes praktikák közül!

Mintha!

Talán a legszélesebb körben alkalmazott számviteli bűvészműtávként a „pro forma” nyereség múló divatja volt. Egy régi Wall Street-i mondás szerint minden rossz ötlet jó ötletként kezd, és ez a pro forma eredmények kimutatására is igaz. Az alapelv az volt, hogy a nyereségek hosszú távú növekedéséről pontosabb képet alakíthatunk ki, ha a trendtől való rövid távú eltéréseknek vagy a feltételezhetően „nem ismétlődő” (azaz egyszeri) eseményeknek megfelelően kiigazítjuk azt. Egy pro forma sajtóközleményből például kiderülhet, hogy mennyi lett volna a vállalat előző éves eredménye, ha a most felvásárolt másik cég a teljes 12 hónapban a cégcsoport része lett volna.

Ám ahogy előrehaladtunk a piszkos 90-es években, a vállalatok egyre inkább kevessebbé kezdték ezt. Nézzünk néhány jellemző példát a pro forma handabandára:

- Az 1999. szeptember 30-án véget ért negyedévre vonatkozóan az InfoSpace, Inc. úgy közölte pro forma eredményét, mintha nem fizetett volna 159,9 millió dollár osztalékot az elsőbbségi részvények után.

¹ A 19. fejezethez írt kommentárunkban bővebben is olvashatunk arról, hogyan tehetik gazdaggá a részvényopciók - a részvényesek helyett - a menedzsereket.

Kommentár a 11. fejezethez

- A BEA Systems, Inc. úgy tette közzé a 2001. október 31-én véget ért negyedévre vonatkozó pro forma eredményét, mintha nem kellett volna 193 millió dollár értékben munkáltatói járulékot fizetnie az alkalmazottai által lehívott részvényopciók után.
- A JDS Uniphase Corp. olyan pro forma eredményt jelentett a 2001. március 31-én zárult negyedévre, mintha nem fizetett volna 4 millió dollár munkáltatói járulékot, nem vesztett volna 7 millió dollárt a silány részvénybefektetéseiben, és nem merültek volna fel fúziókhöz és goodwillhez kapcsolódó költségei mintegy 2,5 *milliárd dollár* értékben.

Röviden: a pro forma eredmények lehetővé teszik a vállalatoknak, hogy megmutassák, milyen jól működhetek volna, ha nem lettek volna olyan rosszak, mint amilyenek voltak.² Az intelligens befektető egyetlen dolgot tehet a pro forma eredményekkel: teljes mértékben figyelmen kívül hagyja őket.

Elismerésre éhesen

2000-ben a Qwest Communications International, Inc., a telekom óriás erősnek látszott. Részvényei kevesebb mint 5 százalékat csökkentek akkor, amikor a részvénypiac több mint 9 százalékkal esett.

Ám a Qwest pénzügyi jelentésében volt egy aprócska meglepetés. 1999 végén a társaság úgy döntött, hogy a telefonkönyveiből származó bevételeket a kiadványok megjelenésekor fogja realizálni tekinteni - noha bárki, aki valaha vásárolt már reklámfelületet egy ilyen kiadványban, pontosan tudja, hogy a vállalatok többsége havi részletekben fizet a hirdetésekért. Abrakadabra! Ez az apróságnak tűnő „változás a számviteli elvekben” 240 millió dollárral pumpálta fel az 1999-es adózott eredményt - s ez mintegy ötöde annak az összegnek, amit a Qwest abban az évben keresett.

A víz alatti jéghegyből látszó kis jégdarabkához hasonlóan a bevételektől mohó elkönyvelése is gyakran a mélyben rejlő és elkerülhetetlennek látszó veszélyre utaló jel - és nem volt ez másképpen a Qwest esetében sem. 2003 elején, előző pénzügyi jelentéseinek átvizsgálása után a vállalat bejelentette, hogy túlságosan korán könyvelte el egyes berendezések értékesítéséből származó nyereségét, nem megfelelően vitte be a külső vállalatok által nyújtott szolgáltatások költségét, egyes költségeket helytelenül könyvelt el, mintha azok a kiadások helyett állóeszközök lettek volna, és az eszközadásvételeket indokolatlanul kezelte úgy, mintha azok egyszerű értékesítések lettek volna. Mindezek azt eredményezték, hogy a Qwest 2000-es és 2001-es évre 2,2 milliárd dollárral több eredményt jelentett, mint amit

2 A fenti példák mindegyike közvetlenül a maguk a vállalatok által kiadott sajtóközleményekből származik. Egy kiváló szatíra arról, hogy miként nézne ki mindennapi életünk, ha ugyanúgy védhetnénk tetteinket, ahogya a vállalatok kozmetikázzák jelentésben szereplő eredményeiket: „My Pro Forma Life”, írta Rob Walker, <http://slate.msn.com/?id=2063953>. az edzés utáni ebédet a Smith & Wollenskynél, s az ott elfogyasztott fél kilós bone-in rib steaket és a három pohár bourbon whiskyt egyszeri tételnek tekintem. Soha többet nem fordul elő!”

a valóságban elért. Ebből 80 millió dollár a „számviteli elvek korábbi változásából” adódott, amely változást ezzel együtt vissza is vonták.³

Kapitális bűnök

A Global Crossing Ltd. határtalan ambíciókkal rendelkezett a 90-es évek végén. A bermudai székhelyű vállalat az általa „az első integrált globális optikai hálózatnak” nevezett infrastruktúra kiépítésén dolgozott, amely több mint 100 ezer mérföld hosszú, főként az óceánok alján lefektetett kábelekből áll majd. A világ bekábelezése után a Global Crossing értékesítené más kommunikációs társaságoknak azt a lehetőséget, hogy a hálózatán keresztül továbbítsák forgalmukat. A Global Crossing csak 1998-ban több mint 600 millió dollárt költött optikai hálózatának kialakítására. Ebben az évben az építési költség közel harmadát „értékesített kapacitás költségének” nevezett kiadásként könyveitél a bevételeikkel szemben. Ha nem lett volna eza 178 millió dollárra rúgó kiadás, a Global Crossing, amely adózás után 96 millió dollár veszteséget jelentett, durván 82 millió dollár adózott nyereségről számolhatott volna be.

A következő évben, ahogy ez az 1999-es éves jelentés egyik kiegészítő mellékletéből kiderül, a Global Crossing „szolgáltatási szerződés-alapú könyvelésre állt át”. A vállalat a továbbiakban nem a hálózati kapacitása értékesítéséből származó azonnali bevételekkel szembeni költségként könyvelte el az építési kiadások nagy részét. Innentől működési költség helyett tőkeberuházásként kezelte ezeknek az építési költségeknek a legnagyobb részét - ezáltal pedig növelte a vállalat eszközeinek értékét, nem pedig csökkentette az adózott eredményét.⁴

3 A Qwest egyike volt annak a 330 nyilvánosan jegyzet! vállalatnak, amely 2002-ben visszamenőlegesen módosította korábbi pénzügyi jelentéseit. Erre ilyen nagyságrendben korábban soha nem volt példa, ahogy azt a Húron Consulting Group megállapította. A Qwesttel kapcsolatos összes információ a cég által az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdéfelügyeletnek (SEC) kötelezően benyújtandó, nyilvános jelentésekből (éves jelentés, illetve a Form 8-K és a Form 10-K nyomtatványon benyújtott rendszeres jelentések) származik, amelyek a SEC-nek a www.sec.gov oldalon elérhető EDGAR adatbázisából tölthetők le. A „számviteli elvekben bekövetkezett változás” észleléséhez nem volt szükség különösebb utólagos éleslátásra, mert a Qwest azt annak rendje és módja szerint idejében bejelentette. Hogyan teljesítettek a Qwest-részvények ezen időszak alatt? 2000 végén a részvényárfolyam 41 dolláron állt, ami 67,9 milliárd dolláros teljes piaci értéket jelentett. 2003 elején a Qwest részvényeit 4 dollár körül jegyezték, ezzel pedig kevesebb mint 7 milliárdra értékelték a teljes vállalatot - ami 90 százalék veszteséget jelent. Nem a részvényárfolyam zuhanása a hamis eredménykimutatások egyetlen anyagi következménye, egy közelmúltbeli kutatás, amely a SEC által könyvelési csalással megvádolt 27 vállalatot vizsgált, azt állapította meg, hogy ezek a vállalatok összesen 320 millió dollárral több szövetségi társasági adót fizettek, mint amennyit valóban kellett volna. Ennek a pénznek a nagy részét ugyan az adóhivatal előbb vagy utóbb visszautalja, a részvényesek többségének a boldogságához azonban valószínűleg kevésnek bizonyulnak majd ezek a visszatérítések. Lásd Merle Erickson, Michelle Hanlon és Edward Maydew, „How Much Will Firms Pay for Earnings that Do Not Exist?”, <http://papers.ssm.com>.)

4 A Global Crossing az építési költségek nagy részét korábban olyan kiadásként kezelte, amelyet a hálózata használati jogánakértékesítéséből vagy bérbe adásából származó bevétellel állított szembe. Az ügyfelek általában előre fizetnek a használati jogért, bár némelyikük akár négyéves részletfizetési kedvezményt kapott. Ám a Global Crossing nem könyvelte le előre a bevételek nagy részét, hanem elhatárolta azokat a bérlet időtartamára. Mivel azonban a hálózat akár 25 éves becsült élettartammal rendelkezik, a Global Crossing elkezdte azt amortizálható, hosszú élettartamú állóeszközként kezelni. Ez összhangban van ugyan az Egyesült Államokban elfogadott számviteli szabályokkal, mégis érthetetlen, hogy 1999. október 1-je előtt miért nem így járt el a cég, vagy pontosan mi indokolta ezt a váltást. 2001. márciusában a vállalat összes részvényének piaci értéke 12,6 milliárd dollárra rúgott; a társaság 2002. január 28-án csődjelzést kezdeményezett saját maga ellen, amivel gyakorlatilag értéktelenné tette részvényeit.

Kommentár a 11. fejezethez

Puff! A Global Crossing „ingatlanok és műszaki berendezések” kategóriába sorolható eszközei 575, míg az értékesítési költségei csupán 350 millió dollárral nőttek - annak ellenére, hogy a vállalat részeg tengerész módjára szórta a pénzt.

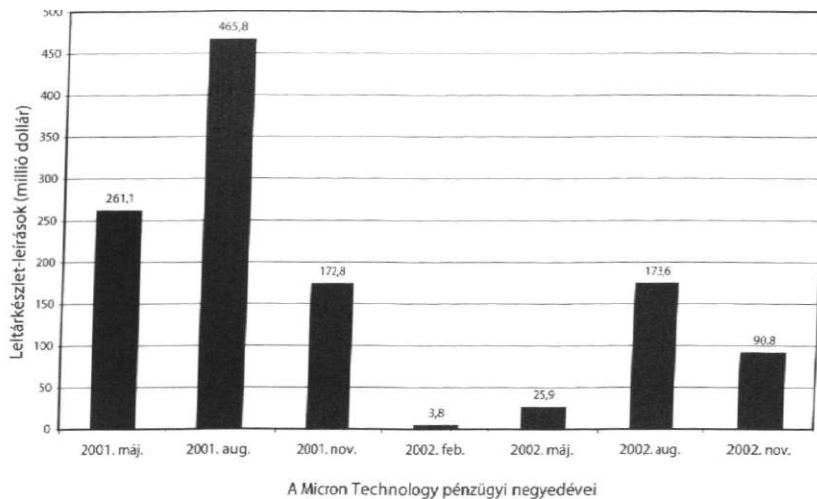
A tőkeberuházások fontos eszközt képeznek a vállalati vezetők kezében, hogy a jó vállalkozást nagyobbá és még jobbá tegyék. Ám a rugalmasan alakítható számviteli szabályok megengedik a menedzsereknek, hogy a szokásos működési költségeiket álló-eszközökké átalakítva felfűjják a jelentéseikben közzétett nyereségeiket. Ahogy a Global Crossing esete mutatja, az intelligens befektetőnek ajánlott meggyőződnie arról, hogy érti, a vállalat mit és miért tőkésít.

Egy leltárkészlet története

Mint 2000 után oly sok másik félvezető lapkákat gyártó vállalatnak, a MicronTechnology, Inc.-nek is nagymértékben csökkentek az eladásai. A vállalatot olyan érzékenyen érintette a kereslet visszaesése, hogy elkezdte leírni leltárkészletének az értékét-mivel egyértelmű volt, hogy a vevők a Micron által kért áron nem hajlandók megvásárolni azt. A 2001 májusában véget ért negyedévben a vállalat 261 millió dollárral csökkentette leltárkészletének a könyv szerinti értékét. A befektetők többsége nem szokásos vagy ismétlődő működési költségnak tekintette a leírást, hanem rendkívüli, egyszeri eseménynek.

Ám, nézzük, hogy ez után mi történt:

12.1. ábra: Az „egyszeri” leírás krónikája



Forrás: A Micron Technology pénzügyi jelentése.

A Micron a következő hat pénzügyi negyedév mindegyikében további leltárkészlet-leírásokat könyvelt el. Egyszeri esemény volt a Micron leltárkészletének leértékelése,

vagy krónikus állapot lett belőle? Az ésszerűen gondolkodók könnyedén meg tudják ítélni ezt a konkrét esetet, ám ettől függetlenül egy dolog biztos: az intelligens befektetőnek mindig ébernek kell lenni az ilyen „egyszeri, nem ismétlődő” költségekkel szemben, amelyek Energizer-nyuszi módjára egyre csak jönnek, és jönnek.⁵

A nyugdíjkérdés

Az SBC Communications, Inc., amely többek között a Cingular Wireless, a PacTel és a Southern New England Telephone társaságokban rendelkezik érdekeltségekkel, 2001-ben 7,2 milliárd dollár adózás utáni nyereséget ért el - egy ilyen rossz évben ez kiváló teljesítmény a magát túlvállaló távközlési iparágban. Ám ez az eredmény nem kizárólag az SBC szokásos működéséből származik, hiszen 1,4 milliárd dollárt, vagyis az adózott nyereség 19 százalékát az SBC nyugdíjprogramja szolgáltatta.

Mivel a vállalat több pénzzel rendelkezett nyugdíjalapjában, mint amennyire becslései szerint az alkalmazottak jövőbeli juttatásainak kifizetéséhez szüksége lesz, úgy döntött, hogy a különbséget adott évi eredményként fogja kezelni. A többletnek egyetlen egyszerű oka volt: 2001-ben az SBC 8,5 százalékról 9,5 százalékra növelte a nyugdíjalapja befektetéseitől elvárt hozamot - ami automatikusan csökkentette a jövőbeli kötelezettségek kifizetéséhez aktuálisan szükséges pénzmennyiséget.

Az SBC azzal az észrevétellel magyarázta az új, rózsás kilátásokat, hogy „befektetéseik tízéves tényleges hozama a 2001-et megelőző három évben egyaránt meghaladta a 10 százalékot.” Ez más szavakkal azt jelenti, hogy mivel a múltbeli hozamaink magasak, feltételezzük, hogy a jövőbeliek is ilyenek lesznek. Ez a magyarázat nemcsak hogy megbukott volna még a legprimitívebb logikai vizsgálatokon is, hanem szembement azzal az egyszerű ténnyel, hogy a kamatlábak közel történelmi mélypontra estek, a mélybe taszítva ezzel a nyugdíjportfólió kötvénykomponensének jövőbeli hozamait is.

A történethez hozzátartozik, hogy ugyanebben az évben Warren Buffett Berkshire Hathaway nevű vállalata 8,3 százalékról 6,5 százalékra csökkentette a nyugdíjalapja eszközeitől elvárt hozamot. Reálisan feltételezhette az SBC, hogy nyugdíjalapjának kezelői jelentősen felülmúlhatják a világ legnagyobb befektetőjének eredményét? Valószínűleg nem: 2001-ben a Berkshire Hathaway nyugdíjalapja 9,8 százalékos hozamot ért el, az SBC-é azonban 6,9 százalékot veszített.⁶

Néhány mérlegelésre érdemes, gyors kérdés az intelligens befektetőnek: a nettó nyugdíjeredmény több mint 5 százalékkal járul hozzá a vállalat adózott eredményéhez? *(Ha igen, akkor abban az esetben is elégedettek lennénk a vállalat egyéb profitjával, ha a nyugdíjalap nyeresége eltűnne a következő években?)* A „nyugdíjalap eszközeinek feltételezett hosszú távú hozama” reális? *(2003-ban bármilyen 6,5 százalék feletti hozam irreális, míg egy emelkedő ráta egyenesen illuzórikus.)*

5 Hálás vagyok Howard Schilitnek és Mark Hamelnek, a Center for Financial Research and Analysis munkatársainak, amiért ismertették velem ezt a példát.

6 A hozamok közelítő értékek, amelyeket úgy kaptunk, hogy a nyugdíjalapok eszközeinek az év eleji teljes nettó értékét elosztottuk az alapvető eszközök tényleges hozamával."

Figyelmeztetés a befektetőknek

Néhány tanács segíthet abban, hogy elkerüljük az olyan részvények vételét, amelyek a későbbiekben könyvelésileg időzített bombának bizonyulnak:

Olvassunk hátulról előre. Amikor egy vállalat pénzügyi jelentéseit kívánjuk áttanulmányozni, kezdjük az utolsó oldalon, és szép lassan haladjunk előre. Ha a vállalat nem szeretné, hogy valamit megtaláljunk, a jelentés vége felé rejti el azt - nekünk pedig pontosan ezért kell először ott keresnünk.

Olvassuk el a kiegészítő mellékletet. *Soha* ne vásároljunk részvényt a kibocsátó cég éves jelentésének pénzügyi kimutatásaiban szereplő mellékletek elolvasása nélkül. A jellemzően a „számviteli politika jelentős elemei” címszó alatt található igen fontos rész azt mutatja be, mikor tekinti a vállalat realizálnak a bevételeit, hogyan tartja nyilván a készleteit, hogyan kezeli a részletfizetéssel és egyéb szerződéssel történő értékesítéseket, milyen kiadásoknak tekinti marketingköltségeit, illetve hogyan könyveli üzletvitelének egyéb fontos elemeit.⁷ A többi kiegészítő mellékletben keressünk a hitelekkel, részvényopciókkal, a vevőknek nyújtott kölcsönökkel, a veszteségekkel szembeni tartalékképzéssel és egyéb kockázati tényezőkkel kapcsolatos „vallomásokot”, amelyek jelentősen megcsapolhatják a nyereséget. Válgjunk különösen gyanakvóvá, ha olyan szakkifejezésekkel találkozunk, mint a „tőkésített”, az „elhalasztott” és az „átstrukturálás”, illetve ha olyan hétköznapi szavakba botlunk, amelyek azt jelzik, hogy a vállalat megváltoztatta számviteli gyakorlatait. Ilyen lehet a „kezdett”, a „változás” és az „azonban”. Ezen szavak és kifejezések egyike sem jelenti azt, hogy nem szabad megvásárolni a részvényt, ám mindegyik arra utal, hogy további vizsgálódásokra van szükség. Ne feledjük el összehasonlítani a pénzügyi kimutatásokban szereplő kiegészítő mellékleteket a legalább egy közeli versenytárs hasonló kimutatásában találhatóakkal, hogy lássuk, mennyire rámenősek vállalatunk könyvelői.

Olvassunk utána a témának. Ha vállalkozó szellemű befektető vagyunk, és rengeteg időt, valamint energiát tudunk és - vagyunk hajlandók - fordítani a portfoliónkra, akkor tartozunk magunknak annyival, hogy elmélyedünk a pénzügyi kimutatások

⁷ Me engedjük, hogy a számviteli kiegészítő mellékletek elképesztően unalmas nyelvezete eltántorítson bennünket. Pontosan az ezzel a céljuk, hogy a hétköznapi embereket elrettentsék az elolvasásuktól - és éppen ezért nem tágíthatunk. Az Informix Corp. 1996-os éves jelentésének mellékletében például a következőket találhatjuk: „A Vállalat a szoftverlicenck értékesítéséből származó licencképvételeket általában a szoftvertermékek az ügyfél részére történő leszállításával tekinti realizálnak. Azonban egyes számítógéphardvergyártók és végfelhasználói licencképvételek esetében, akik tizenkét hónapon belül kötelesek fizetni, a Vállalat akkor tekinti a bevételt realizálnak, amikor vásárló szerződéses kötelezettséget vállal egy minimális, vissza nem térítendő licencképvételre, amennyiben az ilyen számítógéphardvergyártók és végfelhasználói licencképvételek megfelelnek a Vállalat által meghatározott bizonyos feltételeknek.” Az Informix magyarul azt mondja, hogy azon termékekből származó bevételeket is jóváírja magának, amelyeket a végfelhasználóknak (az Informix szoftverének tényleges vásárlóinak) még nem is értékesítettek. Az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdefelügyelet azon megállapítására, hogy az Informix számviteli csalást követett el, a vállalat a későbbiekben visszamenőlegesen módosította kimutatott bevételeit, eltüntetve azok közül az ilyen „értékesítések” 244 millió dollárját. Az eset jól példázza, hogy milyen fontos az apró betűs részeket skeptikus szemmel olvasni. Hálás vagyok Martin Fridsonnak, amiért felhívta a figyelmemet erre a példára.

Kommentár a 11. fejezethez

világában. Kizárólag ily módon csökkenthetjük annak az esélyét, hogy a ravasz és agyafúrt könyvelők megvezetnek bennünket a jelentéseikkel. Három átfogó, aktuális és konkrét példákkal teli könyv a témában: Martin Fridson és Fernando Alvarez, *Financial Statement Analysis*, Charles Mulford és Eugene Comiskey, *The Financial Numbers Game*, és Howard Schilit, *Financial Shenanigans*.⁸

⁸ Martin Fridson és Fernando Alvarez, *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide* (John Wiley & Sons, New York, 2002); Charles W. Mulford és Eugene E. Comiskey, *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices* (John Wiley & Sons, New York, 2002); Howard Schilit, *Financial Shenanigans* (McGraw-Hill, New York, 2002). Benjámín Graham könyve, a *The Interpretation of Financial Statements* (HarperBusiness, New York, az 1937-es kiadás 1998-as újranyomása) mind a mai napig igen kiváló, rövid bevezető a nyereségkés kiadások, az eszközök és források alapelveihez.

13. FEJEZET

Négy, tőzsdén jegyzett vállalat összehasonlítása

Az előttünk álló fejezetben gyakorlati példát szeretnénk mutatni az értékpapír-elemzésre. Többé-kevésbé véletlenszerűen kiválasztottunk a New York-i Érték-tőzsdén jegyzett vállalatok listájáról négy, egymást követő vállalatot. Ezek az ELTRA Corp. (amely az Electric Autolite és a Mergenthaler Linotype vállalatok fúziójából jött létre), az Emerson Electric Co. (elektromos és elektronikai termékek gyártója), az Emery Air Freight (belföldi légi szállítványozó) és az Emhart Corp. (amely eredetileg kizárólag palackozógépeket gyártott, ám jelenleg már épületlakatos-árak előállításával is foglalkozik).^{*} Némi hasonlóság felfedezhető a három termelővállalat között, ám a köztük meglévő különbségek jelentősebbek. Kellően eltérő pénzügyi és működési adattal jellemezhetők ahhoz, hogy érdekes legyen a vizsgálatuk és az összehasonlításuk.

A 7 3.1. táblázatban a négy vállalat 1970. év végi piaci árfolyamát, illetve 1970-es üzleti működése néhány mutatóját látjuk. Ezt követően a legfontosabb arányszámokat mutatjuk, amelyek egyrészt a vállalatok teljesítményéhez, másrészt az árfolyamokhoz kapcsolódnak. Kitérünk arra, hogy a különböző teljesítménymutatók értékei mennyire tükröződnek az árfolyamokban. Végül áttekintjük, összehasonlítjuk, majd az óvatos részvénybefektető elvárásainak függvényében értékeljük a négy vállalatot.

A legszembetűnőbb tény a négy vállalattal kapcsolatban az, hogy jelenlegi árfolyam/nyereség arányuk sokkal szélesebb tartományban szóródik, mint működési teljesítményük vagy pénzügyi helyzetük mutatói. Két vállalat, az ELTRA és az Emhart az 1968-1970-es átlagos nyereségüknek csupán 9,7-szeresén, illetve 12-szeresén forogott, szemben a DJIA egészére jellemző 15,5-es P/E aránnyal. A másik kettő, az Emerson és az Emery nyereségükhöz képest sokkal magasabb szorzószámon (33, illetve 45) forogtak. Kell, hogy legyen valamilyen magyarázat egy ilyen nagyságrendű különbségre, és ez jelen esetben a magasabbra értékelt vállalatok - elsősorban a légi szállítványozó - profitjának az elmúlt évekbeli

^{*} Graham négy példavállalata közül csak az Emerson Electric működik még mindig változatlan formában. Az ELTRA Corp. már nem független, a 70-es évek során egyesült a Bunker Ramo Corp. nevű vállalattal, és kezdetleges számítógép-hálózatot keresztül együtt szolgáltattak részvényárfolyamokat a brókercégeknek. Az ELTRA egyéb divíziói ma a Honeywell Corp. nevű társasághoz tartoznak. A korábban Emery Air Freight néven működő vállalat ma a CNF, Inc. egyik divíziója. Az Emhart Corp.-t 1989-ben vásárolta fel a Black & Decker Corp.

13.1. táblázat: Négy, tőzsdén jegyzett vállalat összehasonlítása

	<i>F.I.TRA</i>	<i>Emerson</i>	<i>Electric</i>	<i>Emery</i>	<i>Air</i>	<i>Freightl</i>	<i>Emhart</i>	<i>Corp.</i>
A. Tőkeellátottság								
Törzsrészvény árfolyama, 1970. dec. 31. (dollár)	27	66		57,75			32,75	
Törzsrészvények száma (db)	7 714 000	24 884 000 ^a		3 807 000			4 932 000	
Törzsrészvények piaci értéke (dollár)	208 300 000	1 640 000 000		220 000 000			160 000 000	
Kötvények és elsőbbségi részvények (dollár)	8 000 000	42 000 000		9 200 000				
Összes tőkeellátottság (dollár)	216 300 000	1 682 000 000		220 000 000			169 200 000	
B. Eredménytételek (dollár)								
Bevétel, 1970	454 000 000	657 000 000		108 000 000			227 000 000	
Adózott eredmény, 1970	20 773 000	54 600 000		5 679 000			13 551 000	
Részvényenkénti eredmény, 1970	2,70	2,30		1,49			2,75 ^b	
Részvényenkénti eredmény, 1968-1970-es átlag	2,78	2,10		1,28			2,81	
Részvényenkénti eredmény, 1963-1965-ös átlag	1,54	1,06		0,54			2,46	
Részvényenkénti eredmény, 1958-1960-as átlag	0,54	0,57		0,17			1,21	
Jelenlegi osztalék	1,20	1,16		1,00			1,20	
C. Mérlegtételek, 1970 (dollár)								
Forgóeszközök	205 000 000	307 000 000		20 400 000			121 000 000	
Rövid lejáratú kötelezettségek	71 000 000	72 000 000		11 800 000			34 800 000	
Törzsrészvényekre jutó nettó eszközérték	207 000 000	257 000 000		15 200 000			133 000 000	
Egy részvényre jutó nettó könyv szerinti eszközérték	27,05	10,34		3,96			27,02	

a Az elsőbbségi részvények átváltását feltételezve,

b A részvényenkénti 13 cent egyszeri tétel (kiadás) után.

c Az 1970 szeptemberében véget ért pénzügyi évben.

13.2. táblázat: *Négy, tőzsdén jegyzett vállalat összehasonlítása (folytatás)*

	ELTRA
B. Mutatószámok	
Árfolyam/nyereség, 1970	10,0 ×
Árfolyam/nyereség, 1968–1970	9,7 ×
Árfolyam/könyv szerinti érték	1,00 ×
Adózott eredmény/bevétel, 1970	4,6 %
Részvényenkénti eredmény/könyv szerinti érték	10,0 %
Osztalékhozam	4,45 %
Likviditási ráta	2,9 ×
Forgótőke/hitelállomány	Nagyon nagy
Egy részvényre jutó eredmény növekedése:	
1968–1970 vs. 1963–1965	+81 %
1968–1970 vs. 1958–1970	+400 %
C. Árfolyam min./max. értékei	
1936–1968 min.	0,75
1936–1968 max.	50,75
1970-es min.	18,625
1971-es max.	29,375

<i>Emerson Electric</i>	<i>Emery Air Freight</i>	<i>Emhart Corp.</i>
30,0 ×	38,5 ×	11,9 ×
33,0 ×	45,0 ×	11,7 ×
6,37 ×	14,3 ×	1,22 ×
8,5%	5,4%	5,7%
22,2%	34,5%	10,2%
1,78%	1,76%	3,65%
4,3 ×	1,7 ×	3,4 ×
5,6 ×	Nincs hitel	3,4 ×
+87%	+135%	+14%
+250%	Nagyon nagy	+132%
1	0,125	3,625
61,5	66	58,25
42,125	41	23,5
78,75	72	44,375

kimagasló növekedésében rejlik. (Mindazonáltal a másik két cég növekedési mutatói sem adtak okot panaszra.)

Az átfogóbb elemzés érdekében tekintsük át röviden a vállalatok teljesítményének a számokból megállapítható legfőbb jellemzőit.

1. *Jövedelmezőség.* (a) Mindegyik vállalat kielégítő eredményeket ért el a könyv szerinti értékéhez képest, ám az Emerson és az Emery mutatói sokkal jobbak, mint a másik két társaságé. A befektetett tőkéhez viszonyított magas hozam sokszor együtt jár az egy részvényre jutó eredmény magas éves növekedési ütemével.* Az Emery kivételével az összes vállalat esetében nagyobb volt a könyv szerinti értékhez viszonyított eredmény 1969-ben, mint 1961-ben; ám az Emery ez irányú mutatója mindkét évben kivételesen magas volt. (b) Termelővállalatok esetében a profitnak a bevételhez viszonyított nagysága általában jól mutatja a társaság versenyképességének mértékét. A *táblázatban* a „működési eredmény és bevételek arányát” mutatjuk, ahogy az a Standard & Poor's *Listed Stock Reports* című kiadványában is szerepel. Az eredmények megint csak mind a négy vállalat esetében kielégítőek, ám az Emersoné különösen meggyőző. Az 1961 és 1969 közötti változások jelentős mértékben eltérőek az egyes társaságok esetében.

2. *Stabilitás.* Ezt úgy mérjük, hogy az elmúlt tíz évre visszamenően meghatározzuk, mennyi volt az egyes évek egy részvényre jutó eredményének az előző három év átlagához viszonyított maximális visszaesése. Ha nem következett be ilyen csökkenés (vagyis az egyes évek eredménye mindig meghaladta az előző három év átlagát), az 100 százalékos stabilitást jelent, s a két magas szorzóval forgó vállalat esetében ez így is volt. Ám mind az ELTRA, mind az Emhart esetében viszonylag mérsékelt volt az 1970-es „gyenge évben” bekövetkezett visszaesés, amely mérési módszerünk alapján pusztán 8 százalékot tett ki (a DJIA esetében 7 százalék volt ugyanez az érték).

3. *Növekedés.* A két alacsony szorzóval forgó társaság egészen kielégítő növekedési ütemet produkált, mindkettő felülmúlta a Dow Jones csoport bővülését. Az ELTRA eredményei különösen meggyőzőek, ha figyelembe vesszük a papír alacsony árfolyam/nyereség hányadosát. A növekedés üteme természetesen sokkal gyorsabb a magas szorzóval forgó másik két vállalat esetében.

4. *Pénzügyi helyzet.* A három termelővállalat stabil pénzügyi helyzettel büszkélkedhet, a likviditási ráta mérvadó értékénél - amely a folyó kötelezettség minden dollárjára kétdollárnyi forgóeszközt követel meg - jobb eredményt produkáltak. Noha az Emery Air Freight csak alacsonyabb arányt tud felmutatni, ez a vállalat más kategóriába tartozik, és remek múltbeli eredményeivel nem okozna gondot az esetleg szükségessé váló forrásbevonás. Mindegyik társaság viszonylag kevés hosszú lejáratú hitellel rendelkezik. Megjegyzés az „eredményhígításról”: 1970 végén az Emerson Electric 163 millió dollár értékű, alacsony osztalékot fizető átváltható elsőbbségi részvénnel rendelkezett. Elemzésünkben a szokásos módon vettük figyelembe a hígítási tényezőt, azaz

* Ez a 13.2. táblázat, „Részvényenkénti eredmény/könyv szerinti érték” sorából derül ki, amely a vállalat anyagi eszközeinek könyv szerinti értékének százalékában mutatja a vállalat adózott eredményét.

úgy tekintettük, mintha az elsőbbségi részvényeket átváltották volna törzsrészvényekké. Ez körülbelül 10 centtel, vagyis mintegy 4 százalékkal csökkentette a közelmúltbeli részvényenkénti nyereséget.

5. *Osztalékok.* Ami igazán számít, az a folyamatos, megszakítás nélküli múltbeli osztalékfizetés. A legjobb eredménnyel az Emhart büszkélkedhet, amely 1902 óta minden egyes évben fizetett osztalékot. Az ELTRA is igen jól szerepel ebből a szempontból, és még az Emerson osztaléktörténelme is elfogadható. Az Emery Freight ilyen tekintetben újoncnak minősül. Az osztalékfizetési arányban nincsenek igazán jelentős különbségek. A jelenlegi osztalékhozam-az árfolyam/nyereség aránynak megfelelően - kétszer akkora a két „olcsó” papír esetében, mint a „drágáknál”.

6. *Az árfolyam alakulása.* Az olvasót minden bizonnyal lenyűgözi, hogy hány százalék árfolyam-emelkedést mutat mind a négy vállalat papírja, ha az elmúlt 34 év legalacsonyabb és legmagasabb árfolyamát vesszük. (A minimumárfolyamokat minden esetben az esetleges későbbi részvényfelaprózásoknak megfelelően módosítottuk.) Míg a DJIA esetében a legnagyobb árfolyam nagyságrendileg tizenegyszer haladta meg a legalacsonyabbat, addig a vizsgált négy vállalat esetében ugyanezek az arányok 17 (Emhart) és nem kevesebb mint 528 (Emery Air Freight) közé estek." Ezek a sokszoros árfolyam-emelkedések a legtöbb régóta tőzsdén forgalmazott papírra jellemzőek, és bizonyítják a múltban a részvényt piacokban rejlő nagy profitlehetőségeket. (Azt is jelzik ugyanakkor, hogy az 1950 előtti medve piacokon, amikor a papírok árfolyamának mélypontját feljegyezhetjük, mennyire eltúlzottak voltak a visszaesések.) Mind az ELTRA, mind az Emhart több mint 50 százalékos árfolyamzuhanást szenvedett el az 1969-1970-es visszaesésben. Az Emerson és az Emery árfolyama komoly, ám kevésbé megrázó esésen ment keresztül; az előbbi már 1970 vége előtt, a másik pedig 1971 elején új történelmi csúcsot ért el.

Általános megállapítások a négy vállalatra vonatkozóan

Az *Emerson Electric* teljes piaci értéke olyan hatalmas, hogy mellette a másik három vállalaté együttesen is eltörpül." Egyike azon „jóindulatú óriásainknak”, amelyekről később még szólunk majd. A jó emlékezőképességgel megáldott (vagy megvert) pénzügyi elemző párhuzamot fedezhet fel az Emerson Electric és a Zenith Radio között, és ez nem túl biztató az előbbi részére. A Zenith sok évig kiváló növekedési eredményeket mutatott fel; neki is 1,7 milliárd dollár volt a piaci értéke (1966-ban); ám az 1968-ban elért 43 millió dolláros nyeresége 1970-re a felére esett vissza, és az 1970. évi nagy részvénytőzsdéi kiárusítás során árfolyama

* Graham mindkét esetben a 13.2. táblázat C szakaszára utal, és a minimumárfolyammal osztja el az 1936-1968-as időszak alatt elért legmagasabb árfolyamot. Például az Emery 66 dolláros árfolyamcsúcsa osztva a 0,125 dolláros legalacsonyabb árral, az 528.

** Az Emerson 1970. végi 1,6 milliárd dollár piaci értéke azon időszak átlagos piaci kapitalizációjához viszonyítva valóban „hatalmas” volt. A 2002-es év végén az Emerson részvényeinek teljes piaci értéke körülbelül 21 milliárd dollárt tett ki.

Az intelligens befektető

a korábbi csúcspól, 89 dollárról 22,5 dollárra zuhant. A magasra értékelt árfolyam bizony nagy kockázattal jár együtt.

A jövőbeli növekedés tekintetében az *Emery Air Freight* kell, hogy legyen a legígéretesebb a négy vállalat közül, feltéve, hogy a papírnak a legjobb jelentett eredményét közel negyvenszeresen meghaladó árfolyama akár csak részben is indokoltnak bizonyul. A múltbeli növekedés mértéke természetesen meggyőző.

Ám ezek a számok nem szükségszerűen meghatározók a jövőre nézve, különösen akkor nem, ha belegondolunk abba, hogy 1958-ban igen alacsony, csupán 570 000 dollár adózott nyereségről indultak. Nagyságrendekkel nagyobb bevételek és eredmények mellett sokszor jóval nehezebb fenntartani a magas növekedési ütemet. Az *Emery* történetének legmeglepőbb része, hogy nyeresége és piaci árfolyama még 1970-ben, a belföldi légi közlekedés legrosszabb évében is folytatta gyors növekedését. Ez valóban figyelemre méltó eredmény, mindazonáltal felveti a kérdést, hogy a jövőbeli profit vajon nem lesz-e még inkább sebezhető az erősebb verseny, a szállítók és a légitársaságok között kieroszakolt új megállapodások stb. okozta negatív fejlemények okán. Alaposabb vizsgálatra lehet szükség, hogy határozott véleményt tudjunk kialakítani ebben a kérdésben, ám az óvatos befektető nem hagyhatja mindezt figyelmen kívül.

Emhart és *ELTRA*. Az *Emhart* az elmúlt 14 évben sokkal jobban teljesített az üzleti életben, mint a részvényt piacon. 1958-ban az akkori nyeresége 22-szeresen forgott - ami körülbelül megfelel a DJIA egésze P/E arányának. Az azóta eltelt időben profitját megháromszorozta, míg a Dow esetében a nyereség növekedése kevesebb mint 100 százalékot tett ki; ám 1970-es záró ára csak harmadával haladta meg az 1958-as csúcspól, pedig még a Dow is 43 százalékkal tudott emelkedni ebben a periódusban. Az *ELTRA* is hasonló eredménnyel büszkélkedhet. Úgy tűnik, hogy egyik vállalatnak sincs kellő vonzereje vagy „sex appealje” a jelenlegi piacon, ugyanakkor az összes statisztikai adat terén meglepően jól szerepelnek. Jövőbeli kilátásaik? Nem tudunk különösebben bölcs meglátásokkal szolgálni, mindesetre nézzük meg, hogy a Standard & Poor's-nak milyen mondanivalója van 1971-ben erről a négy vállalatról:

ELTRA - „Hosszú távú kilátások: Bizonyos műveletek ciklikusak, ám a stabil versenyhelyzet és a diverzifikáció képes ellensúlyozni ezeket.”

Emerson Electric-„Bár a részvény (71 dolláron) a jelenlegi kilátásoknak megfelelő áron forog, hosszú távon vonzónak tekinthető a papír... A folytatódó felvásárlási politika, illetve az ipari területeken megszerzett erős pozíció és a felgyorsuló nemzetközi program együttesen a bevételek és a nyereség további bővülését vetítik előre.”

Emery Air Freight - „A részvények jelenlegi árazása (57 dolláron) összhangban van az aktuális kilátásokkal, mindazonáltal érdemes a papírokat hosszú távon megtartani.”

Emhart - „Az üvegiparra idén jellemző alacsonyabb tőkeberuházás ugyan korlátozó tényezőnek tekinthető, ám az 1972-re várt javuló üzleti környezet segítheti az eredmény növekedését. A részvényeket a jelenlegi 31 dolláros áron tartásra javasoljuk.”

13.1. táblázat: Négy, tőzsdén jegyzett vállalat összehasonlítás

Következtetések: Sok pénzügyi elemző érdekesebb és vonzóbb részvénynek tartaná az Emerson és az Emery papírját, mint a másik két vállalatét - elsődlegesen talán a jobb „piaci szereplésük”, másodsorban pedig eredményeiknek a közelmúltban mutatott gyorsabb növekedési üteme miatt. Az óvatos befektetéssel kapcsolatban megfogalmazott elveink szerint az első nem kellő érv egy papír mellett - ez sokkal inkább a spekulánsok számára jelent valamit. A második érvnek lehet ugyan létjogosultsága, ám kizárólag bizonyos határok között. Az Emery Air Freight múltbeli növekedése és vélhetően jó kilátásai vajon indokolni tudják a jelenlegi nyereségét több mint hatvanszorosan meghaladó árfolyamot?¹ Válaszunk így szól: olyasvalaki számára talán igen, aki mélyreható vizsgálódásokat végzett a vállalat lehetőségeit illetően, és kivételesen meggyőző és optimista következtetésekre jutott. Ám a körültekintő befektető számára, aki kellően biztos akar lenni abban, hogy nem követi el a Wall Streetre oly jellemző hibát, és nem engedi, hogy az eredmények és a részvénytőzsdén mutatott jó teljesítményből táplálkozó túlzott lelkesedés elragadja, a válasz *nem*.^{*} Hasonló figyelmeztetésre lehet szükség az Emerson Electric esetében is, ahol különleges figyelmet érdemel az, hogy a piac jelenleg több mint egymilliárd dollárra értékeli a vállalat immateriális javait, vagyis a jövedelemtermelő képességét. Hozzátenném meg azt is, hogy az „elektronikai iparág”, amely egykor a részvénytőzsdén kedvence volt, a nehéz időkben többnyire esni szokott. Az Emerson üdítő kivétel, ám még hosszú éveken keresztül ilyen kivételnek kell maradnia ahhoz, hogy jövőbeli teljesítménye teljes mértékben igazolni tudja 1970-es záró árának jogosságát.

Ezzel szemben 27, illetve 33 dolláros árfolyamon mind az ELTRA, mind az Emhart azon vállalatok közé tartozik, amelyek ára mögött megfelelő értéket találunk ahhoz, hogy kellően biztosított befektetésnek minősüljenek. Esetükben a befektető, ha óhajtja, a vállalkozás résztulajdonosának tekintheti magát, részesedését pedig olyan áron szerezhetheti meg, amely megfelel a mérleg által kimutatott könyv szerinti értéknek.^{**} A befektetett tőkén elért nyereségráta, illetve az eredmény stabilitása hosszú ideje kielégítő; a múltbeli növekedési ütem pedig meglepően jó. A két vállalat megfelel azon hét *statisztikai* követelményünknek, amelyek ahhoz szükségesek, hogy az óvatos befektető portfóliójába válogassa a részvényeit.

* Grahamnek igaza lett. A „Nifty Fifty” néven emlegetett ötven részvény közül, amelyek 1972-ben a legnépszerűbbek és legmagasabbra értékelték voltak, az Emery a leggyengébben teljesítők közé tartozott. A *Forbes* 1982. március 1-jei száma megállapította, hogy 1972 óta az Emery az inflációt is figyelembe véve értéke 72,8 százalékat veszítette el. A minneapolis-i Leuthold Group kutatói szerint az Emery részvényei 1974 végére 58 százalékos esést, árfolyam/nyereség aránya pedig 64-ről 15-re zuhant. A túlzott lelkesedés, amelytől Graham óva intett, rövid idő alatt lelohadt. Vajon az idő múlása képes ellentételezni az ilyen mértékben eltúlzott árat? Nem minden esetben: a Leuthold úgy számolt, hogy az 1972-ben az Emery papírjaiba befektetett 1000 dollár még 1999-ben is csupán 839-et ért. Valószínű, hogy a 90-es évek második felében az internetes részvényekért túl magas árat fizetők még évtizedekig nem fognak nullába kerülni - ha egyáltalán valaha elérik azt a pontot (lásd a 2C. fejezethez írt kommentárokat).

** Graham itt azzal érvel, hogy a befektető az akkori árfolyamukkal számolva a könyv szerinti értéken, vagy kicsivel fölötte vásárolhatta meg a két vállalat papírjait. Mindez a 13.2. táblázat B szakaszának harmadik sorából derül ki.

Az intelligens befektető

A következő fejezetben részletesen bemutatjuk ezeket a feltételeket, most egyelőre csak összefoglalásszerűen soroljuk fel őket:

1. Megfelelő méret.
2. Kellően erős pénzügyi helyzet.
3. Folyamatos osztalékfizetés legalább az elmúlt 20 évre visszamenően.
4. Negatív adózott eredmény (veszteség) nélküli működés az előző 10 évben.
5. Tíz év alatt a részvényenkénti eredmény legalább 33 százalékot meghaladó növekedése.
6. A nettó eszközérték másfélszeresénél nem magasabb részvényárfolyam.
7. Az elmúlt három év átlagos nyereségét legfeljebb 15-szörösen meghaladó árfolyam.

Nem bocsátkozunk előrejelzésekbe az ELTRA vagy az Emhart jövőbeli teljesítményét illetően. A befektető részvényeinek diverzifikált listájában szükségszerűen lesznek kiábrándító eredményeket elérő papírok, és előfordulhat, hogy a két vállalat valamelyike - vagy mind a kettő - ezek közé fog tartozni. Ám a fenti kiválasztási elvek, illetőleg a befektető által alkalmazni kívánt egyéb ésszerű feltételek alapján összeállított diverzifikált portfólió összességében elég jól kell, hogy teljesítsen a hosszú évek alatt. Hosszú tapasztalataink legalábbis ezt mondják velünk.

Végső megállapítás: egy tapasztalt értékpapír-elemző, még ha el is fogadta a négy vállalattal kapcsolatos általános érvelésünk, vonakodott volna 1970 végén azt javasolni az Emerson- vagy az Emery-részvények tulajdonosainak, hogy *cseréljék le* papírjaikat ELTRA- vagy Emhart-részvényekre - kivéve, ha a papírok tulajdonosa egyértelműen megértette volna az ajánlás mögött álló filozófiát. Semmi okunk nem volt azt feltételezni, hogy az alacsony szorzóval forgó kettős bármilyen rövid távon felülteljesíti majd a másik két, jóval nagyobb P/E hányadossal forgó papírt. Az utóbbiak sokkal inkább a piaci figyelem középpontjában álltak, és jelentős mértékű piaci lendületük még kiszámíthatatlan ideig fennállhatott. Az ELTRA és az Emhart favorizálását az Emersonnal és az Emeryvel szemben mindenekelőtt a befektető azon szilárd meggyőződése indokolhatja, amely szerint az értékalapú befektetéseket előnyben részesíti a hangulati típusú befektetésekkal szemben. Ezért a részvénybefektetési politika szükségszerűen és jelentős mértékben függ az egyes befektetők hozzáállásától. Ezt a megközelítést részletesebben is megvizsgáljuk a soron következő fejezetben.

Kommentár a 13. fejezethez

Van egy szabályunk a légierőnél: ellenőrizd hat óránál. A srác egyedül repül, néz minden irányban, és nagy biztonságban érzi magát. Egy másik fickó mögötte repül („hat óránál”- a.tizenkét óránál” az közvetlenül előtte van), és ő. A legtöbb repülőt így lövik le. Vagyon veszélyes azt gondolni, hogy biztonságban vagy. Mindig van valahol valami gyengeség, amit meg kell találni. Mindig ellenőrizned kell hat óránál.

(Donald Kutyna, az amerikai légierő vezérezredese)

E-business

Grahamhez hasonlóan vessünk össze négy részvényt mi magunk is. Értékelésünk alapja a vállalatok 1999.december 31-re jelentett pénzügyi adatai lesznek - a kiválasztott dátum lehetővé teszi, hogy a részvényt piacon valaha volt legdrasztikusabb túlértékeltségekre mutassunk példát.

Az 1890-ben alapított **Emerson Electric Co.** (szimbólum: EMR) Graham eredeti kvartettjének egyetlen fennmaradt tagja; a vállalat termékek széles választékát állítja elő, köztük szerszámgépeket, klímaberendezéseket és villanymotorokat.

Az **EMC Corp.** (szimbólum: EMC) történelme 1979-ig nyúlik vissza, megoldásai az elektronikus információk számítógépes hálózatokon történő tárolásának automatizálását teszik lehetővé a vállalat ügyfeleinek.

Az 1979-ben Seattle-ben alapított **Expeditors International of Washington, Inc.** (szimbólum: EXPD) termékei a szpeditoroknak segítenek megszervezni és nyomon követni az áruk szállítását.

Az **Exodus Communications, Inc.** (szimbólum: EXDS) egyéb internetes szolgáltatásai mellett vállalati ügyfelek weboldalait üzemelteti és kezeli; első nyilvános részvénykibocsátására 1998 márciusában került sor.

A 13.1. ábra az 1999. év végi adatok alapján mutatja be a vállalatok árfolyamát, teljesítményét és értékelését.

Elektromos, de nem felvillanyozó

Graham négy részvénye közül a legdrágább, az Emerson Electric bizonyult a legolcsóbbnak a frissített kvartettben. Mivel a vállalat a régi gazdaság iparágaira épül, az Emerson unalmasnak tűnt a 90-es évek második felében. (Az internet korában ugyan

13.1. ábra: E-értékelések

	Emerson Electric	EMC Corp.	Exodus Communications, Inc.	Expeditors International of Washington
Tőkeellátottság				
Záró árfolyam, 1999.12.31. (dollár)	57,37	54,62	44,41	21,68
Teljes hozam, 1999 (százalék)	-3,1	157,1	1005,8	109,1
Teljes piaci kapitalizáció, 1999.12.31. (millió dollár)	24 845,9	11 1054,3	14 358,4	2218,8
Összes adósság (elsőbbségi részvényekkel együtt, millió dollár)	4600,1	27,1	2555,7	0
Nyereség				
Összes bevétel 1999-ben (millió dollár)	14 385,8	6715,6	242,1	1444,6
Adózott eredmény 1999-ben (millió dollár)	1313,6	1010,6	-130,3	59,2
Eredménynövekedés, 1995–1999 (éves átlag, százalékban)	7,7	28,8	n.é.	19,8
Részvényenkénti eredmény (EPS) 1999-ben (dollár, hígított)	3,00	0,53	-0,38	0,55
EPS növekedési üteme, 1995–1999 (éves átlag, százalékban)	8,3	28,8	n.é.	25,8
Éves osztalék 1999-ben (részvényenként, dollár)	1,30	0	0	0,08
Mérleg				
Forgóeszközök (millió dollár)	5124,4	4320,4	1093,2	402,7
Folyó kötelezettségek (millió dollár)	4590,4	1397,9	150,6	253,1
Egy részvényre jutó könyv szerinti érték (dollár, 1999.12.31.)	14,27	2,38	0,05	2,79
Értékelés				
Árfolyam/nyereség arány (x)	17,7	103,1	n.é.	39,4
Árfolyam/könyv szerinti érték (x)	3,7	22,9	888,1	7,8
Adózott eredmény/bevételek (százalék, nettó haszonkulcs)	9,2	17,4	n.é.	4,1
Adózott eredmény /könyv szerinti érték (százalék)	21,0	22,2	n.é.	19,7
Forgótőke/hitelállomány (x)	0,1	107,8	0,4	Nincs hitel
Piaci kapitalizáció/bevételek (x)	1,7	16,5	59,3	1,5

Források: Value Line, Thomson/Baseline, Bloomberg, *finance.yahoo.com*, a vállalatoknak a SEC részére beadott dokumentumai

Megjegyzés: Az összes érték a későbbi részvényfelaprózásnak megfelelően ki lett igazítva. A hitelállomány, a bevételek és a nyereség a pénzügyi évre vonatkozik. Piaci kapitalizáció: a részvények teljes piaci értéke.

Kommentár a 11. fejezethez

kit érdekeltek az Emerson nagy teljesítményű nedves-száraz porszívói?) A vállalat részvényei mélyálomba zuhantak. 1998-ban és 1999-ben a papír összességében 49,7 százalékponttal maradt el az S&P 500 index növekedésétől, vagyis borzalmasan alul-teljesítette azt.

Ám ez az Emerson a részvény volt. Mi a helyzet az Emersonnal, a vállalattal? 1999-ben 14,4 milliárd dollár értékű terméket és szolgáltatást értékesített, ami közel egy milliárddal meghaladta a társaság egy évvel korábbi forgalmát. Ekkora bevétel mellett az Emerson 1,3 milliárd dollár adózott eredményt ért el, ami 6,9 százalékkal több, mint az 1998-as profit. Az ezt megelőző öt év folyamán igen meggyőző ütemben, évi átlag 8,3 százalékkal nőtt a részvényenkénti eredmény. Az Emerson osztaléka több mint duplájára, részvényenként 1,30 dollárra nőtt; az egy részvényre jutó könyv szerinti érték 6,69 dollárról 14,27 dollárra emelkedett. A Value Line adatai szerint az Emerson nettó haszonkulcsa és tőkearányos nyeresége - amely egy vállalkozás hatékonyságának két fő mérőszáma - a 90-es években végig egészségesen magas szinten, 9, illetve 18 százalék körül alakultak. Ráadásul az Emerson 42, illetve 43 éven keresztül megszakítás nélkül növelte nyereségét és osztalékát - ami az egyik leghosszabb időtávú stabil növekedés az amerikai gazdaság történetében. Az év végén az Emerson papírjai a vállalat egy részvényre jutó adózott nyereségének 17,7-szeresén forogtak. Szerszámgépeihez hasonlóan az Emerson soha nem volt feltűnő, viszont annál megbízhatóbban tette a dolgát - és egyáltalán nem mutatta a túlmelegedés jeleit.

Tud az EMC villámgyorsan növekedni?

Az EMC Corp. a 90-es évek egyik legjobban teljesítő részvénye volt, amely több mint 81 000 százalékot emelkedett - vagy mondjuk inkább azt, hogy rakéta módra kilőtt? Ha 1990 elején 10 000 dollárt fektettünk volna EMC részvényekbe, 1999 végén valamivel több mint 8,1 millió dollárunk lett volna. A papírok egyedül 1999-ben 157,1 százalékos hozamot értek el - többet, mint amennyit az Emerson részvényei az 1992 és 1999 közötti nyolc év alatt összesen. Az EMC soha nem fizetett osztalékot, összes nyereségét visszatartotta, hogy „biztosítsa a forrásokat a vállalat folyamatos növekedéséhez”. A december 31-ei 54,625 dolláros árfolyamukon az EMC papírjai a teljes évre jelentett nyereség 103-szorosán forogtak - vagyis a piac közel hatszor magasabbra értékelte a vállalat részvényeit, mint az Emersonét.

Hogyan alakult az EMC üzleti működése? A bevételek 24 százalékkal gyarapodtak 1999-ben, elérve ezzel a 6,7 milliárd dollárt. A részvényenkénti eredmény az egy évvel korábbi 61 centről 92-re ugrott, ami 51 százalékos növekedést jelent. Az 1999-ben véget ért öt évben az EMC nyeresége vérpezsdítően magas ütemben, évi átlag 28,8 százalékkal nőtt. És - mivel mindenki arra számított, hogy az internetes kereskedelem szökőárszerű hulláma tovább fog dübörögni - a jövőbeli kilátások még fényesebbnek tűntek. Az EMC ügyvezetője 1999 folyamán ismétlődően azt jósolta, hogy bevételeik

1 Miként azt a 19. fejezetben látni fogjuk, ez az okfejtés a gyakorlatban sokszor azt jelenti, hogy „biztosítsa a forrásokat a vállalati felső vezetők vagyonának folyamatos növekedéséhez.”

Kommentár a 13. fejezethez

2001-re eléri a 10 milliárd dollárt - az 1998-as 5,4 milliárdról.² Ehhez évi átlag 23 százalékos növekedésre lenne szükség, amely bődületesen gyors ütemű egy ilyen méretű vállalattól. Ám a Wall Street elemzői, akárcsak a befektetők többsége, biztosak voltak abban, hogy az EMC képes erre. Elvégre az előző öt év során az EMC több mint a duplájára növelte bevételeit, és több mint megháromszorozta adózott eredményét.

Mindazonáltal a Value Line adatai alapján 1995-ről 1999-re az EMC nettó haszonkulcsa 19,0 százalékról 17,4 százalékra, tőkearányos nyeresége pedig 26,8 százalékról 21 százalékra csökkent. Ugyan még mindig tisztességesen jövedelmező vállalat volt, mégis elindult a lefelé vezető úton. És 1999 októberében az EMC felvásárolta a Data General Corp.-t, amely abban az évben nagyjából 1,1 milliárd dollárral járult hozzá az EMC bevételeihez. Egyszerűen a Data General által hozott extra bevételt levonva azt látjuk, hogy az EMC meglévő értékesítésének volumene az 1998-as 5,4 milliárdról csupán 5,6 milliárdra nőtt 1999-ben, ami szerény 3,6 százalékos bővülés. Úgy is fogalmazhatunk, hogy az EMC valós növekedési üteme majdhogynem nulla volt - egy olyan évben, amikor a „Y2K” vagyis a 2000-es év problémája miatti rémületükben a vállalatok többsége rekordmértékben költött új informatikai beszerzésekre.³

A csendes igavonó

Az EMC-vel ellentétben az Expeditors International még nem tanulta meg, hogyan kell a gravitációt leküzdve, rakétaként kilőni. A vállalat részvényei ugyan évi 30 százalékkal emelkedtek a 90-es években, ám a komoly árfolyam-növekedés jobbra az időszak legvégén következett be, amikor 1999-ben a papírok 109,1 százalékos rekordhozamot produkáltak. Az ezt megelőző évben az Expeditors-részvények csupán 9,5 százalékkal növekedtek, több mint 19 százalékkal elmaradva az S&P 500 index eredményétől.

Mi a helyzet az üzlettel? Az Expeditors nevéhez méltó gyorsasággal növekedett: bevétele 1995 óta évi átlag 19,8 százalékkal bővült, az 1999-ig tartó időszak alatt közel háromszorosára, 1,4 milliárd dollárra nőtt. Részvényenkénti eredménye évi 25,8 százalékkal, az osztalék pedig 27 százalékkal növekedett. A vállalatnak nem volt hosszú lejáratú hitele, forgótőkéje pedig csaknem a duplájára nőtt 1995 óta. A Value Line adatai szerint az Expeditors egy részvényre jutó könyv szerinti értéke 129 százalékkal, tőkearányos nyeresége pedig több mint harmadával, 21 százalékra növekedett.

2 A CNBC egy 1999. december 30-ai adásában Michael Ruettinger, az EMC első emberét arról kérdezte a műsorvezető, Ron Insana, hogy vajon „2000 és ami utána következik” ugyanolyan jó lesz-e, mint amilyenek a 90-es évek voltak. „Nagyon úgy néz ki, hogy a folyamat tovább gyorsul!” - válaszolt Ruettinger. Arra a kérdésre, hogy az EMC részvényei túlértékeltek-e, így válaszolt: „Úgy vélem, hogy ha az előttünk álló lehetőségre gondolunk, akkor szinte eltűnnek a korlátok... így bár nehéz megítélni, hogy ezek a dolgok túlárzottak-e, olyan alapvető változásnak lehetünk szemtanúi, hogy amennyiben valaki ma megtalálja a nyerteseket - és biztos vagyok abban, hogy az EMC közéjük tartozik - a jövő bőségesen fogja jutalmazni.”

3 A „2000-es év problémája” az attól való félelem volt, hogy számítógépek milliói fognak világszerte leállni 2000. január 1-jén éjfél után egy másodperccel, mert a 60-as és a 70-es években az informatikusok nem foglalkoztak programjaikban az 1999.12.31. utáni dátumok lehetőségével. Az amerikai vállalatok több milliárd dollárt költöttek 1999-ben arra, hogy számítógépeik „2000-kompatibilisek” legyenek. Végül minden tökéletesen működött 2000. január 1-jén 00:00:01-kor.

Kommentár a 11. fejezethez

Az Expeditors minden szempontból kiváló vállalkozás volt. Ám a kicsi, seattle-i központú és elsődlegesen Ázsia irányába működő szállítványozó cég szinte teljesen ismeretlennek számított a Wall Streeten. Csupán részvényeinek 32 százaléka volt intézményi befektetők kezében, és a vállalat ténylegesen mindössze 8500 részvényessel rendelkezett. Az 1999-es árfolyamduplázás után a részvény az Expeditors az évi nyereségének 39-szeresén forgott - vagyis már egyáltalán nem volt olcsó, de messze elmaradt az EMC szédítően magas értékelésétől.

Az ígéret földje?

Úgy tűnt, hogy 1999 végére az Exodus Communications elvezette részvényeseit a tejjel-mézzel folyó Kánaánba. A részvény 1005,8 százalékot hasított felfelé 1999-ben. Ez azt jelenti, hogy a január 1-jén befektetett 10000 dollár december 31-én több mint 110000 dollárt ért. A Wall Street internetes részvényekre szakosodott vezető elemzői, köztük a Merrill Lynch szakértője, a rendkívül befolyásos Henry Blodget is azt jósolta, hogy a részvény 25-125 százalékot fog még emelkedni a következő év során.

Ráadásul az Exodus árfolyamnyereségére ráizguló online kereskedők szerint az egészben az volta legjobb, hogy a részvényt 2:1 arányban háromszor is felaprózták 1999 során. Egy 2:1 arányú részvényfelaprózásnál a vállalat megkétszerezi részvényei számát, és felezi azok árfolyamát - így a részvényes végeredményben kétszer annyi papírt birtokol, ám mindegyik a korábbinak a felét éri. Mi olyan nagyszerű ebben? Képzeld el az olvasó, hogy ad nekem egy tízcentest. Én cserébe visszaadok két ötöst, és megkérdezem: „Nem érzi most gazdagabbnak magát?” A kedves olvasó minden bizonnyal azt a következtetést vonná le, hogy megbolondultam, vagy őt tartom bolondnak. Ennek ellenére 1999-ben, a dotkom részvények iránti őrült rajongásukban az online kereskedők pontosan úgy viselkedtek, mintha két ötcentes többet érne, mint egy tízes. Valójában már önmagában a hír, hogy egy részvényt 2:1 arányban felapróznak, azonnal legalább 20 százalékkal vitte feljebb az árfolyamát.

Miért? Mert ha több részvényük van, az emberek gazdagabbnak érzik magukat. Havalaki januárban 100 darab Exodus-részvényt vásárolt, azt látta, hogy az áprilisi részvényfelaprózás után 200 részvénye lesz; majd augusztusban a 200-ból 400, decemberben pedig a 400-ból 800 lesz. Rendkívüli izgalommal töltötte el ezeket az embereket a felismerés, hogy az eredetileg megvásárolt 100 részvényért további 700 darabhoz jutottak. Olyan volt számukra, mint a „talált pénz” - azzal egyáltalán nem törődtek, hogy a részvényárfolyam minden felaprózásnál a felére csökkent.⁴ 1999 decemberében az egyik örömittas Exodus-részvényes, aki a „givemeadollar” felhasználói nevet használta, így ujjongott az egyik online fórumon: „Egészen 80 éves koromig megtartom ezeket a részvényeket, [mert] miután a következő években több százszor felaprózzák őket, végül én leszek a CEO.”

Mi a helyzet az Exodus üzleti tevékenységével? Graham háromméteres bottal és vegyvédelmi ruhában sem merte volna megérinteni a vállalat részvényeit. Az Exodus bevételei robbanásszerű ütemben növekedtek - az 1998-as 52,7 millió dollárról 242,1 millióra

4 A részvényfelaprózások oktalanságáról bővebben olvashatunk az alábbi cikkben: Jason Zweig, „Splitsville”; Money, 2001. március, 55-56. oldal.

Kommentár a 11. fejezethez

ugrottak a következő évben - ám a vállalat 1999-ben 130,3 millió dollár veszteséget ért el, ami az egy évvel korábbi veszteség közel kétszerese volt. Teljes hitelállománya 2,6 milliárd dollárra rúgott, és a vállalat annyira pénzsűkében volt, hogy egyedül december hónapban 971 millió dollárnyi hitelt vett fel. Az Exodus éves jelentése szerint ez az új hitel önmagában több mint 50 millió dollárral növelte a következő évi kamatköltséget. Acéig 156 millió dollár készpénzzel vágott neki az 1999-es évnak, és az 1,3 milliárd dollár értékben bevont új forrás ellenére 1 milliárd dolláros készpénzgyenleggel fejezte be az évet - ami azt jelenti, hogy működése több mint 400 millió dollárnyi készpénzt emésztett fel az év során. Hogyan fizethetné vissza egy ilyen vállalat az adósságait?

Ám az online kereskedőket természetesen az foglalkoztatta, hogy mennyit és milyen gyorsan emelkedett a *részvény*, nem pedig az, hogy mennyire volt egészséges a *vállalat*. „Ez a részvény - vélte a Launch_Pad1999 nicknevű kereskedő - a végtelenségig és azon túl is emelkedni fog.”

Launch_Pad1999 jóslatának abszurditása - mi az a végtelenen „túl”? - Graham egyik klasszikus figyelmeztetését juttatja eszünkbe:

„A mai befektetőt oly mértékben foglalkoztatja a jövő előrejelzése, hogy már jó előre nagyvonalúan fizet érte. Így előfordulhat, hogy amit oly sok erőfeszítéssel megjósolt, valóban bekövetkezik ugyan, mégsem származik be öle semmilyen nyeresége. Ám ha nem pontosan a várakozásainak megfelelően alakulnak a dolgok, komoly átmeneti vagy társ végleges veszteségeket kénytelen elkönyvelni.”

Hogyan végezték az e-k?

Miként teljesített a négy részvény 1999 után?

Az Emerson Electric 40,7 százalékos emelkedést produkált 2000-ben. A részvények ugyan 2001-ben és 2002-ben is veszítettek értékükből, a 2002-es évet csak kevesebb mint 4 százalékkal az 1999-es záró árak alatt fejezték be.

Az EMC is emelkedett 2000-ben, 21,7 százalékos növekedést ért el ebben az évben. Ám ezt követően 79,4 százalékos, majd további 54,3 százalékos veszítettek 2001, illetve 2002 folyamán. Így összességében 88 százalékkal az 1999. év végi szintjük alatt zártak. Mi lett a 2001-re jósolt 10 milliárd dolláros bevételből? Az EMC csupán 7,1 milliárd dollár bevételt (és 508 millió dollár adózás utáni veszteséget) jegyzett a szóban forgó évben.

Időközben az Expeditors International részvényei, mintha nem is medve piac lenne, 22,9 százalékos növekedést produkáltak 2000-ben, 6,5 százalékos emelkedtek 2001-ben, míg 2002-ben további 15,1 százalékkal erősödtek - ennek eredményeképp az évet az 1999-es záró árunknál majdnem 51 százalékkal magasabb árfolyamon fejezték be.

Az Exodus részvényei 55 százalékos veszítettek 2000-ben, és 99,8 százalékos veszítettek 2001-ben. Ez utóbbi év szeptember 26-án az Exodus csődvédelemért folyamodott. A vállalat eszközeinek nagy részét a Cable&Wireless brittelekommunikációsóriás vásárolta meg. Ahelyett, hogy az ígéret földjére vezette volna részvényeseit, az Exodus a vadonba száműzte őket. 2003 elején, amikor utoljára kereskedtek az Exodus-részvényekkel, a papírok darabonként egy centért cseréltek gazdát.

5 Lásd Graham *A részvények újfajta spekulatív tényezői* címmel tartott beszédét a *Függelék 464. oldalán*.

14. FEJEZET

Részvénykiválasztási alapelvek az óvatos befektető számára

Itt az ideje, hogy kézzelfoghatóbb módon alkalmazzuk az értékpapír-elemzés módszereit. Mivel általánosságban már megtárgyaltuk a befektetők általunk meghatározott két különböző kategóriájának ajánlott befektetési politikát", logikusnak gondoljuk bemutatni, milyen szerepet játszik az értékpapír-elemzés ennek megvalósításában. Az ajánlásainkat követő óvatos befektető kizárólag kiváló minőségű kötvényeket és vezető részvények diverzifikált listáját fogja vásárolni. Meg kell győződnie arról, hogy az utóbbiakért fizetett ár a megfelelő mérőszámok alapján nem indokolatlanul magas.

A diverzifikált részvénylista összeállításakor a befektető két megközelítés - a DJIA típusú, illetve a kvantitatívan tesztelt portfólió - közül választhat. Az első esetben a vezető papírok egészéből vesz valamilyen keresztmetszeti mintát, amely a különösen magas szorzóval forgó, felkapott növekedési vállalatokat éppúgy tartalmazza, mint a kevésbé népszerű és kevésbé drága cégeket. Ezt a legegyszerűbben talán úgy lehet megtenni, ha a Dow Jones Industrial Average (DJIA) indexet alkotó harminc papír mindegyikéből ugyanakkora mennyiséget vásárolunk. Mindegyik részvényből tíz darab összesen körülbelül 16 000 dollárba kerül az index 900 pontos szintje környékén.¹ A múltbeli tapasztalatok alapján körülbelül hasonló jövőbeli eredményekre számíthatunk különböző reprezentatív-befektetési alapok részvényeinek vásárlása esetén is."

A másik lehetőség, hogy a befektető minden egyes vételre olyan szabályrendszert alkalmaz, amely biztosítja, hogy (1) a vállalat múltbeli teljesítménye és jelenlegi pénzügyi helyzete terén legalább adott *minőséget* elérjen, és (2) a nyereség és az eszközérték terén pedig legalább a meghatározott *mennyiségi* feltételeknek megfeleljen. Az előző fejezet végén felsoroltuk a konkrét részvények kiválasztásához javasolt hét minőségi és mennyiségi feltételünket. Tekintsük át most egyenként ezeket.

* Graham a 4-7. fejezetekben mutatja be az általa ajánlott befektetési politikát.

** Ahogy az 5. és a 9. fejezet kommentárjai között írtuk, az óvatos befektetők ezt a célt napjainkban egyszerűen egy alacsony költségű indexalap megvásárlásával is elérhetik. Ideális esetben olyan alapot érdemes választani, amely a teljes amerikai részvény piac hozamát lekövet.

Az intelligens befektető

1. Megfelelő vállalatméret

A kritériumainkban szereplő minimumértékeket önkényesen határozzuk meg, és ez különösen igaz az elvárt vállalatméretre. Célunk a kisméretű vállalatok kizárása, amelyek az átlagosnál súlyosabb viszontagságoknak vannak kitéve, különösen az ipar területén. (Gyakran jó lehetőségek kínálóznak az ilyen vállalatoknál, ám nem gondoljuk, hogy ezek a társaságok az óvatos befektetők igényeihez lennének szabva.) Engedje meg az olvasó, hogy kerek számokat használjunk: ipari vállalat esetén legyen ez legalább évi 100 millió dollár bevétel, közművállalat esetében pedig legalább 50 millió dollár eszközérték.

2. Kellően erős pénzügyi helyzet

Ipari vállalatok esetében a forgóeszközök legalább kétszer meg kell, hogy haladják a rövid lejáratú kötelezettségeket - ez az úgynevezett kettő az egyhez értékű likviditási ráta. Ezen túlmenően a hosszú lejáratú adósság nem múlhatja felül a forgóeszközök nettó értékét (a forgótőkét). Közművállalatok esetében az adósság nem haladhatja meg a részvénytőke (könyv szerinti értékének) kétszeresét.

3. Nyereség stabilitása

Pozitív eredmény az elmúlt 10 év mindegyikében.

4. Múltbeli osztalék

Legalább az elmúlt 20 évre visszamenően folyamatos osztalékfizetés.

5. Eredménynövekedés

Legalább harmadával növekvő részvényenkénti eredmény az elmúlt 10 év során, az első és utolsó évben a hároméves átlagokkal számolva.

6. Mérsékelt árfolyam/nyereség arány

A jelenlegi árfolyam nem lehet több, mint az elmúlt három év átlagos eredményének 15-szöröse.

7. Az árfolyamnak az eszközök könyv szerinti értékéhez viszonyított mérsékelt aránya

A jelenlegi árfolyam nem lehet másfélszer több, mint az utolsó jelentésben szereplő könyv szerinti érték. Tizenöt-nél alacsonyabb P/E hányados azonban indokolhatja az árfolyamnak az eszközértékhez viszonyított, ebből adódóan

magasabb arányát. Ökölszabályként azt javasoljuk, hogy a P/E arány és az árfolyam/könyv szerinti érték arányának szorzata ne haladja meg a 22,5-et. (Ez az érték a nyereséget 15-szörösen és a könyv szerinti értéket 1,5-szeresen meghaladó árfolyamnak felel meg. Ez alapján ugyanígy indokolható egy olyan részvény megvásárlása is, amelynek árfolyama a nyereség 9-szeresén, illetve az eszközérték 2,5-szeresén forog stb.)

ÁLTALÁNOS MEGJEGYZÉSEK: Ezt a feltételrendszert kifejezetten az óvatos befektetők igényeinek és vérmérsékletének megfelelően állítottuk fel. A részvények nagy többségét kizárják a portfólió lehetséges jelöltjei közül, és az alábbi két módon teszik ezt. Egyrészt kirekesztik a (1) túl kicsi, (2) viszonylag gyenge pénzügyi helyzetben lévő, (3) az előző tíz év bármelyikében a veszteség ségybenbélyegével megpecsételt és (4) nem elegendően hosszú, folyamatos osztalékfizetési időszakot felmutatni képes vállalatokat. A jelenlegi piaci körülmények között e feltételek közül a pénzügyi erőre vonatkozók a legszigorúbbak. Az elmúlt években számos nagy és korábban erősen körülbástyázott vállalat likviditási rátája romlott, vagy hitelállománya nőtt meg túlságosan (vagy mindkettő egyszerre jelentkezett).

Utolsó két kritériumunk a másik irányban zárja ki a vállalatokat, mert az árfolyamhoz viszonyítottan nagyobb nyereséget és több eszközértéket követel meg, mint amennyit a népszerű papírok mögött álló vállalatok fel tudnak mutatni. Ez semmiképpen sem tekinthető a pénzügyi elemzők szokásos nézőpontjának; éppen ellenkezőleg, a többségük pontosan azt bizonygatja, hogy még a konzervatív befektetőknek is fel kell készülniük arra, hogy a kiváló vállalatok részvényeiért magas árat kell fizetni. Fentebb már kifejtettük ezzel ellentétes véleményünket, amelyet főképpen arra alapozunk, hogy amikor az árfolyam túl nagy része szükségszerűen a folyamatosan növekvő jövőbeli nyereségtől kell, hogy függjön, akkor nincs jelen a kellő *biztonsági tényező*. Az olvasó saját maga kell, hogy döntsön ebben a fontos kérdésben - miután gondosan mérlegelte mindkét oldal érveit.

Mindazonáltal az elmúlt évtizedben elért növekedésre vonatkozó, mérsékelt nehézségű feltétel beiktatása mellett döntöttünk. A tipikus vállalat a visszafejlődés jeleit mutatná e nélkül, a befektetett tőkéhez viszonyított nyereség tekintetében legalábbis mindenképpen. Semmi oka nincs az óvatos befektetőnek, hogy ilyen vállalatokat tartson a portfóliójában - kivéve talán azt az esetet, amikor kellően alacsony áruk miatt alkalmi vételi lehetőséget jelentenek.

Az árfolyam/nyereség arány javasolt *maximumértéke*, a 15 egy tipikus portfólió esetén 12-13 közötti *átlagos* szorzót eredményezne. Érdemes megemlíteni, hogy 1972 februárjában az American Tel. & Tel. a hároméves (és akkori) nyereségének 11-szeresén, a Standard Oil of California pedig legutolsó eredményének kevesebb mint 10-szeresén forgott. Alapvető ajánlásunk, hogy a részvényportfólió megvételekor legalább akkora nyereség/árfolyam aránnyal - a P/E hányados reciprokával - rendelkezzen, mint az adott időpontban a kiváló minősítésű

Az intelligens befektető

kötvények hozama. Ez például az AA besorolású kötvények 7,5 százalékos hozama esetén legfeljebb 13,3-es P/E arányt jelent.*

Feltételrendszerünk alkalmazása a DJIA papírjaira 1970 végén

A DJIA indexet alkotó részvények az általunk javasolt összes feltételnek megfeleltek 1970 végén, ám két kritériumot épphogy csak sikerült teljesíteniük. Következésképpen most az 1970-es záró árakon és a megfelelő pénzügyi adatokon alapuló vizsgálatunk eredménye. (Az egyes vállalatokra vonatkozó alapadatokat a 14.1. és a 14.2. táblázatokban találjuk.)

1. A méret az összes vállalat esetében megfelelően nagy.
2. A pénzügyi helyzet összességében megfelelő, ám a vállalatokat egyenként vizsgálva ez nem mindegyikre áll fenn.²
3. Az összes vállalat legalább 1940 óta fizet valamennyi osztalékot. Az osztalékfizetés öt vállalat esetében egészen a múlt századig nyúlik vissza.
4. Az összesített eredmények meglehetősen stabilnak bizonyultak az elmúlt évtizedben. Az 1961-69-es fellendülés időszakában egyetlen vállalat sem jelentett veszteséget, ám a Chrysler 1970-re kismértékű deficitet mutatott ki.
5. A teljes növekedés - az elmúlt évtized hároméves átlagait összehasonlítva - 77 százalékot, vagyis évi 6 százalékot tett ki. Ám öt vállalatnak nem sikerült nyereségét harmadával növelni.
6. Az év végi árfolyam hároméves átlagnyereséghez viszonyított aránya 839/55,5, vagyis körülbelül 15 volt - ez pontosan az általunk javasolt felső határ.
7. Az árfolyam nettó eszközértékhez viszonyított aránya 839/562 volt - vagyis szintén éppen az általunk javasolt másfélszeres határon belül maradt.

Amennyiben ugyanezt a hét feltételt egyenként kívánjuk a vállalatokra alkalmazni, akkor csupán öt olyat találnánk, amely *mindegyik* kritériumunknak megfelel. Ezek az American Can, az American Tel. & Tel., az Anaconda, a Swift és a Woolworth. Ennek az öt vállalatnak az összesített értékeit a 14.3. táblázat tartalmazza. Természetesen sokkal jobb statisztikai eredményekkel büszkélkedhetnek, mint a DJIA egésze. Az egyetlen kivétel ez alól a múltbeli növekedési ütemük.³

Konkrét feltételeinket az ipari részvények eme válogatott csoportjára alkalmazva valószínűsíthetjük, hogy minden egyes vizsgálatunknak az összes jegyzett

* 2003 elején az AA besorolású, 10 éves vállalati kötvények hozama 4,6 százalék körül volt, ami - Graham képlete alapján - azt jelentette, hogy egy részvényportfóliónak legalább ekkora nyereség/árfolyam arányt kell felmutatnia. Ha ennek a számnak a reciprokát vesszük (a 100-at elosztjuk 4,6-del), akkor megkapjuk a 21,7 „javasolt maximális” P/E arányt. A bekezdés elején Graham azt ajánlja, hogy az „átlagos” részvény körülbelül 20 százalékkal a „maximális” arány alatti áron forogjon. Ebből következik, hogy napjaink kamatlábai és piaci körülményei között Graham - általánosságban - a hároméves átlagnyereségük legfeljebb 17-szeresén forgó részvényeket tekintene potenciálisan vonzóknak. 2002. december 31-én az S&P 500 részvényindexet alkotó papírokból több mint 200-nak - vagyis több mint 40 százalékuknak - 17,0 vagy az alatti volt a hároméves P/E rátája. Az AA besorolású kötvények aktuális hozamát például a http://finance.yahoo.com/bonds/composite_bond_rates oldalon találjuk meg.

Részvénykiválasztási alapelvek az óvatos befektető számára

14.1. táblázat: A Dow Jones Industrial Average index 30 részvényének alapadatai 1971. szeptember 30-án

	Részvényenkénti eredmény ^a						
	Árfolyam, 1971. szept. 30.	1971. szept. 30.	Átlag, 1968-1970	Átlag, 1958-1960	Osztalékfizetés kezdete	Nettó eszközérték	Jelenlegi osztalék
Allied Chemical	32,5	1,40	1,82	2,14	1887	26,02	1,20
AluminumCo. of Am.	45,5	4,25	5,18	2,08	1939	55,01	1,80
Amer. Brands	43,5	4,32	3,69	2,24	1905	13,46	2,10
Amer. Can	33,25	2,68	3,76	2,42	1923	40,01	2,20
Amer. Tel. & Tel.	43	4,03	3,91	2,52	1881	45,47	2,60
Anaconda	15	2,06	3,90	2,17	1936	54,28	nincs
Bethlehem Steel	25,5	2,64	3,05	2,62	1939	44,62	1,20
Chrysler	28,5	1,05	2,72	-0,13	1926	42,40	0,60
DuPont	154	6,31	7,32	8,09	1904	55,22	5,00
Eastman Kodak	87	2,45	2,44	0,72	1902	13,70	1,32
General Electric	61,25	2,63	1,78	1,37	1899	14,92	1,40
General Foods	34	2,34	2,23	1,13	1922	14,13	1,40
General Motors	83	3,33	4,69	2,94	1915	33,39	3,40
Goodyear	33,5	2,11	2,01	1,04	1937	18,49	0,85
Inter. Harvester	28,5	1,16	2,30	1,87	1910	42,06	1,40
Inter. Nickel	31	2,27	2,10	0,94	1934	14,53	1,00
Inter. Paper	33	1,46	2,22	1,76	1946	23,68	1,50
Johns-Vianville	39	2,02	2,33	1,62	1935	24,51	1,20
Owens-Illinois	52	3,89	3,69	2,24	1907	43,75	1,35
Procter & Gamble	71	2,91	2,33	1,02	1891	15,41	1,50
Sears Roebuck	68,5	3,19	2,87	1,17	1935	23,97	1,55
Std. Oil of Calif.	56	5,78	5,35	3,17	1912	54,79	2,80
Std. Oil of N.J.	72	6,51	5,88	2,90	1882	48,95	3,90
Swift & Co.	42	2,56	1,66	1,33	1934	26,74	0,70
Texaco	32	3,24	2,96	1,34	1903	23,06	1,60
Union Carbide	43,5	2,59	2,76	2,52	1918	29,64	2,00
United Aircraft	30,5	3,13	4,35	2,79	1936	47,00	1,80
U. S. Steel	29,5	3,53	3,81	4,85	1940	65,54	1,60
Westinghouse	96,5	3,26	3,44	2,26	1935	33,67	1,80
Woolworth	49	2,47	2,38	1,35	1912	25,47	1,20

a Osztalékokkal és részvényfelaprózásokkal kiigazított értékek.

14.2. táblázat: A DJIA részvényeinek legjelentősebb mutatói 1971. szeptember 30-án

	Árfolyam/nyereség						
	1971. szeptember	1968-1970	Jelenlegi osztalék- hozam (%)	Eredmény növekedése 1968-1970 vs. 1958-1960 (%)	Forgó- eszközök/ rövid lejáratú kötelezett- ségek	Forgótőke/ hitelállomány (%)	Árfolyam/ nettó eszközérték (%)
Allied Chemical	18,3	18,0	3,7	-15,0	2,1	74	125
Aluminum Co. of Am.	10,7	8,8	4,0	149,0	2,7	51	84
Amer. Brands	10,1	11,8	5,1	64,7	2,1	138	282
Amer. Can	12,4	8,9	6,6	52,5	2,1	91	83
Amer. Tel. & Tel.	10,8	11,0	6,0	55,2	1,1	...	94
Anaconda	5,7	3,9	-	80,0	2,9	80	28
Bethlehem Steel	12,4	8,1	4,7	16,4	1,7	68	58
Chrysler	27,0	10,5	2,1	d	1,4	78	67
DuPont	24,5	21,0	3,2	-9,0	3,6	609	280
Eastman Kodak	35,5	35,6	1,5	238,9	2,4	1764	635
General Electric	23,4	34,4	2,3	29,9	1,3	89	410
General Foods	14,5	15,2	4,1	97,3	1,6	254	240
General Motors	24,4	17,6	4,1	59,5	1,9	1071	247
Goodyear	15,8	16,7	2,5	93,3	2,1	129	80
Inter. Harvester	24,5	12,4	4,9	23,0	2,2	191	66
Inter. Nickel	13,6	16,2	3,2	123,4	2,5	131	213

Inler. Paper	22,5	14,0	4,6
Johns-Mnnville	19,3	16,8	3,0
Owens-Illinois	13,2	14,0	2,6
Procter & Gamble	24,2	31,6	2,1
Sears Roebuck	21,4	23,8	1,7
Std. Oil of Calif.	9,7	10,5	5,0
Std. Oil of N. J.	11,0	12,2	5,4
Swift & Co.	16,4	25,5	1,7
Texaco	9,9	10,8	5,0
Union Carbidi-	16,6	15,8	4,6
United Aircraft	9,7	7,0	5,9
U. S. Steel	8,3	6,7	5,4
Westinghouse El.	29,5	28,0	1,9
Woolworth	19,7	20,5	2,4

a Az 1970-es pénzügyi év végi vállalati beszámolókból származó értékek,

b A *Moody's Industrial Manual*ből származó adatok (1971).

c A nettó forgótőke értéke negatív,

d 1958-1960-ra jelentett veszteség.

26/1	2,2	62	139
43,8	2,6	-	158
64,7	1,6	51	118
128,4	2,4	400	460
145,3	1,6	322	285
68,8	1,5	79	102
102,8	1,5	94	115
24,8	2,4	138	158
120,9	1,7	128	138
9,5	2,2	86	146
55,9	1,5	155	65
-21,5	1,7	51	63
52,2	1,8	145	2,86
76,3	1,8	185	1,90

14.3. táblázat: A befektetési kritériumaink mindegyikének 1970 végén megfelelő DJIA részvények

	American Can	American Tel. & Tel.	Anaconda	Swift	Woolworth	Az 5 vállalat átlaga
Árfolyam, 1970. december 31.	39,75	48,875	21	30,125	36,5	
Árfolyam/nyereség, 1970	11,0	12,3	6,7	13,5	14,4	11,6
Árfolyam/nyereség, 3 év	10,5	12,5	5,4	18,1"	15,1	12,3
Árfolyam/könyv szerinti érték	99 %	108 %	38 %	113 %	148 %	112 %
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	2,2	n.é.	2,9	2,3	1,8'	2,3
Nettó forgóeszközök/adósság	110 %	n.é.	120 %	141 %	190 %	140 %
Stabilitásindex ^a	85	100	72	77	99	86
Növekedés ^b	55 %	53 %	78 %	25 %	73 %	57 %

a Lásd a 276. oldalon lévő definíciót.

b Tekintettel a Swiftnek az egyébként gyenge 1970-es évben mutatott jó eredményére, figyelmen kívül hagyjuk, hogy az 1968-1970-es átlageredménnyel számolva a részvény nem felel meg ennek a feltételnek,

c A 2-es aránytól való kis elmaradást ellentételezi kissé az adósságok nettó forgóeszközökhöz mért magas aránya, n.é. = nem értelmezhető. Az American Tel. & Tel. hitelállománya kevesebb volt, mint a részvényállománya.

ipari vállalat egy viszonylag kis százaléka fog megfelelni. Megkockáztatjuk azt a becslést, hogy az 1970 végén a Standard & Poor 's *Stock Guide* nevű kiadványában körülbelül 100 ilyen részvényt találunk, ami ahhoz éppen elég, hogy a befektető kellően széles körből választhassa ki a személyes preferenciáinak leginkább megfelelő papírokat.*

A „közműmegoldás”

Ha áttérünk a közműszolgáltatók részvényeinek területére, sokkal kellemesebb és hívogatóbb közeget találunk a befektető számára." Itt a részvények nagy többsége - múltbeli teljesítményük és árfolyamarányaik alapján - megfelelőnek tűnik az óvatos befektető igényeinek. A közműrészvények vizsgálata során az egyik, nevesen a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek arányára vonatkozó feltételünktől eltekintünk. Ebben az iparágban a részvények és kötvénynek kibocsátása folyamatos finanszírozást biztosít a forgótőke számára. Amit viszont megkövetelünk, az a tőkeállomány és az adósság megfelelő aránya.⁴

A 14.4. táblázatban a Dow Jones Utility Average indexet alkotó 15 részvény összefoglaló mutatóit találjuk. Összehasonlításképpen, a 14.5. táblázat hasonló képet ad tizenöt, a New York-i Értéktőzsdén jegyzett és véletlenszerűen kiválasztott közművállalatról.

1972 elején az óvatos befektető közműrészvények egészen széles választékából meríthetett, és a papírok mindegyike megfelelt a teljesítményre és az arra vonatkozó követelményeinknek. Ezek a vállalatok képesek voltak a befektetőnek mindazt nyújtani, amit az egyszerűen kiválasztott részvénybefektetésektől csak elvárhatott. Ha összehasonlítjuk a közműcégeket a DJIA indexet alkotó prominens ipari vállalatokkal, azt találjuk, hogy előbbiek a múltban szinte ugyanolyan kiváló növekedési ütemet értek el, ráadásul az éves számok kisebb ingadozásai mellett - és mind a nyereséghez, mind az eszközértékhez viszonyítva alacsonyabb árfolyamon forogtak. Osztalékhozamuk lényegesen magasabb volt. A közművállalatok szabályozott monopolhelyzete kétségkívül inkább előny, mintsem hátrány a konzervatív befektető számára. Törvényileg jogosultak fogyasztóknak olyan díjakat felszámítani, amelyek elegendően jövedelmezővé teszik működésüket ahhoz, hogy a folyamatos bővülésükhöz szükséges tőkét magukhoz vonzzák, és

* A <http://screen.yahoo.com/stocks.html> oldalon egyszerűen használható online szűrőt találunk, amely Graham szinte összes feltétele alapján képes kiválogatni az S&P 500 indexszámokra megfelelő részvényeit.

** Amikor Graham ezeket a sorokat írta, csupán egyetlen olyan széles körben elérhető befektetési alap működött - a Franklin Utilities - amely a közműrészvényekre specializálódott. Ma több mint harminc ilyen alap közül választhatunk. Graham nem láthatta előre az atomerőművek betiltása és üzemén kívül helyezése okozta pénzügyi viharokat, miként a kaliforniai elfuserált szabályozás következményeit sem jósolhatta meg. A közműrészvények jelentősen volatilisabbak, mint Graham idejében voltak, és a befektetőknek kizárólag olyan jól diverzifikált, alacsony költségű alapon keresztül érdemes birtokolniuk ilyet, mint a Dow Jones U.S. Utilities Sector Index Fund (szimbólum: IDU) vagy a Utilities Select Sector SPDR (XLU). További információért lásd: www.ishares.com és www.spdrindex.com/spdr/. (Ne felejtünk el rákérdezni, hogy brókerünk nem számít-e fel jutalékot a kapott osztalék befektetéséért.)

14.4. táblázat: A Dow Jones Utility Average tizenöt részvényének adatai 1971. szeptember 30-án

	Árfolyam, 971. szept. 30. (dollár)	Nyeresség ^a (dollár)	Osztalék (dollár)	Könyv szerinti érték (dollár)	Árfolyam/ nyereség	Árfolyam/ könyv szerinti érték (%)	Osztalék- hozam (%)	Részvé- nyenkénti eredmény változása, 1970/1960 (%)
Am. Elec. Power	26	2,40	1,70	18,86	11	138	6,5	87
Cleveland El. 111.	34,75	3,10	2,24	22,94	11	150	6,4	86
Columbia Gas System	33	2,95	1,76	25,58	11	129	5,3	85
Commonwealth Edison	35,5	3,05	2,20	27,28	12	130	6,2	56
Consolidated Edison	24,5	2,40	1,80	30,63	10	80	7,4	19
Consd. Nat. Gas	27,75	3,00	1,88	32,11	9	86	6,8	53
Detroit Edison	19,25	1,80	1,40	22,66	11	84	7,3	40
Houston Llg. & Power	42,75	2,88	1,32	19,02	15	222	3,1	135
Niagara-Mohawk Pwr	15,5	1,45	1,10	16,46	11	93	7,2	32
Pacific Gas & F.lectric	29	2,65	1,64	25,45	11	114	5,6	79
PanhandleE. Pipe L.	32,5	2,90	1,80	19,95	11	166	5,5	79
Peoples Gas Co.	31,5	2,70	2,08	30,28	8	104	6,6	23
Philadelphia El.	20,5	2,00	1,64	19,74	10	103	8,0	29
Public: Svs. El. & Gas	25,5	2,80	1,64	21,81	9	116	6,4	80
Sou. Calif Edison	29,25	2,80	1,50	27,28	10	107	5,1	85
Átlag	28,5	2,66	1,71	23,83	10,7	121	6,2	65

a 1971 -re becsült érték.

14.5. táblázat: Közművállalatok második listájának adatai 1971. szeptember 30-án

	Árfolyam, 1971. szept. 30. (dollár)	Nyereség (dollár)	Osztalék (dollár)	Könyv szerinti érték (dollár)	Árfolyam/ nyereség	Árfolyam/ könyv szerinti érték (%)	Osztalék- hozam (%)	Részvén- nyenkénti eredmény változása, 1970/1960 (%)
Alabama Gas	15,5	1,50	1,10	17,80	10	87	7,1	+34
Allegheny Power	22,5	2,15	1,32	16,88	10	134	6,0	71
Am. Tel. & Tel.	43	4,05	2,60	45,47	11	95	6,0	47
Am. Water Works	14	1,46	0,60	16,80	10	84	4,3	187
Atlantic City Elec.	20,5	1,85	1,36	14,81	11	138	6,6	74
Baltimore Gas & Eloc.	30,25	2,85	1,82	23,03	11	132	6,0	86
Brooklyn Union Gas	23,5	2,00	1,12	20,91	12	112	7,3	29
Carolina Pwr. & Lt.	22,5	1,65	1,46	20,49	14	110	6,5	39
Cen. Hudson G. & E.	22,25	2,00	1,48	20,29	11	110	6,5	13
Cen. Ill. Lt.	25,25	2,50	1,56	22,16	10	114	6,5	55
Cen. Maine Pwr.	17,75	1,48	1,20	16,35	12	113	6,8	62
Cincinnati Gas & Elec.	23,25	2,20	1,56	16,13	11	145	6,7	102
Consumers Power	29,5	2,80	2,00	32,59	11	90	6,8	89
Dayton Pwr. & Lt.	23	2,25	1,66	16,79	10	137	7,2	94
Delmarva Pwr. & Lt.	16,5	1,55	1,12	14,04	11	117	6,7	78
Átlag	23,5	2,15	1,50	21,00	11	112	6,5	+71

Az intelligetis befektető

ez kellőképpen ellentételezni tudja az inflációtól megnövekedett költségeiket. Bár a szabályozás folyamata gyakran körülményes, és esetenként talán halogató, nem akadályozza meg a közművállalatokat, hogy az évtizedek során tisztes hozamot érjenek el az egyre növekvő befektetett tőkéjük után.

Az óvatos befektető szemszögéből jelen pillanatban a közműrészvények legfőbb vonzereje a könyv szerinti értékükhöz képest mérsékelt áruk. Ez azt jelenti, hogy a befektető - ha kívánja - figyelmen kívül hagyhatja a részvénytőzsi információkat, és elsődlegesen egy jól bevezetett és jól jövedelmező vállalkozás résztulajdonosának tekintheti magát. A piaci árfolyam mindig a rendelkezésére áll, hogy a kedvező időkben éljen az általa nyújtott előnnyel - vagy a rendkívül vonzó, alacsony árszinteken való vásárlás, vagy az egyértelműen túl magasnak látszó árfolyamokon való eladás formájában.

A közművállalatok indexének piaci mutatói - amelyeket a 14.6. táblázat más csoportokéval együtt, sűrített formában tartalmaz - azt mutatják, hogy a múltban bőséges profitlehetőségeket kínáltak ezek a befektetések. A növekedés ugyan nem érte el az ipari vállalatok indexének emelkedését, az egyes közművállalatok azonban az időszakok többségében a többi csoportnál nagyobb fokú árstabilitást mutattak.* Szembetűnő a táblázatból, hogy az ipari és a közművállalatok árfolyam/nyereség hányadosai közötti viszony megfordult. Ez az aktív befektető számára nagyobb jelentőséggel bír, mint passzív társának. Mindazonáltal azt sugallja, hogy még a defenzív portfóliók is időről időre változtatást igényelnek, különösen abban az esetben, ha a megvásárolt értékpapírok árfolyama szemmel láthatóan túlzott mértékben emelkedett, és sokkal méltányosabb árú papírokra cserélhetők. Sajnos ekkor árfolyamnyereség-adót kell fizetni, amely a tipikus befektető számára ördögtől valónak minősül. Régi barátunk, a tapasztalat mégis azt mondhatja velünk, hogy ilyen esetben jobb eladni és adót fizetni, mint nem eladni és megbánni.

14.6. táblázat: Különböző Standard & Poor's részvényindexek árfolyamának és árfolyam/nyereség arányának az alakulása 1948 és 1970 között

Év	Ipari vállalatok		Vasúttársaságok		Közműszolgáltatók	
	Árfolyam'	P/E hányados	Árfolyam''	P/E hányados	Árfolyam''	P/E hányados
1948	15,34	6,56	15,27	4,55	16,77	10,03
1953	24,84	9,56	22,60	5,42	24,03	14,00
1958	58,65	19,88	34,23	12,45	43,13	18,59
1963	79,25	18,18	40,65	12,78	66,42	20,44
1968	113,02	17,80	54,15	14,21	69,69	15,87
1970	100,00	17,84	34,40	12,83	61,75	13,16

Év végi árfolyamok, dollárban

* Graham véleményét figyelemre méltó módon igazolja az a tény, hogy az unalmasnak hangzó Standard & Poor's Utility Index a 2002. december 31-én véget ért 30 évben felülmúlta a sokat magasztalt NASDAQ Composite Indexet.

Befektetések pénzügyi vállalatok részvényeibe

Igen sokféle vállalkozás sorolható a „pénzügyi vállalatok” kategóriájába. Ide tartoznak a bankok, a biztosítótársaságok, a takarékszövetkezetek, a hitelvállalkozások és a személyi kölcsönt kínáló szervezetek, a jelzálogvállalatok és a „befektetési társaságok” (például a befektetési alapok).^{*} Közös jellemzőjük ezeknek a vállalkozásoknak, hogy eszközeik viszonylag kis részét tartják materiális javak formájában - például tárgyi eszközökben vagy árukészletben -, ugyanakkor rövid távú kötelezettségeik jócskán meghaladják tőkeállományukat. A pénzügyi stabilitás kérdése ezért sokkal relevánsabb itt, mint a tipikus termelő- vagy kereskedővállalat esetében. Ez viszont a szabályozás és felügyelet különböző formáit teszi szükségessé, amelyek célja és általános eredménye a nem kellően megalapozott pénzügyi gyakorlatok ellehetetlenítése.

A pénzügyi vállalatok részvényei általánosságban hasonló befektetési eredményeket értek el, mint az egyéb típusú részvények. A 14.7. táblázat a Standard & Poor's részvényindexekben szereplő hat vállalattípus 1948 és 1970 közötti árfolyamváltozásait mutatja. Az 1941-1943-as átlagot 10-nek tekintjük, ez a bázis. Az 1970. év végi értékek 44,3 (a kilenc New York-i bank) és 218 (a tizenegy életbiztosító) között szóródnak. A köztes intervallumokban jelentős eltérések voltak az árfolyammozgások között. Például a New York City-beli bankok részvényei egészen jól teljesítettek 1958 és 1968 között; ezzel szemben az összességében látványos eredményt felmutató életbiztosítók az 1963-1968-as időszakban ténylegesen veszítettek értékükből. Ilyen ellentétes irányú mozgásokat a Standard & Poor's indexek számos iparági csoportja között felfedezhetünk.

Nem tudunk igazán hasznos megállapításokat tenni a befektetések ezen átfogó területére vonatkozóan - túl azon, hogy a különböző típusú pénzügyi vállalatok esetében is felhívjuk a befektető figyelmét az árfolyamnak a nyereséghez és a könyv szerinti értékhez való viszonyításának azon számtani mérőszámaira, amelyek használatát az ipari és a közművállalatokba történő befektetés esetén is ajánlottuk.

Vasúttársasági részvények

A vasút teljesen más történet, mint a közművállalatok. A vasúti fuvarozóvállalatok súlyosan megszenvedik az erős verseny és a szigorú szabályozás kettős terhét. (Természetesen a munkaerőköltségek is komoly problémákat okoznak nekik, ám ezek legalább nem korlátozódnak kizárólag a vasúttársaságokra.) A személyautók, a buszok és a légitársaságok a vasút utasforgalmának jelentős részét elszípkázzák, a nem jövedelmező részt hagyják meg a vasúttársaságoknak; hasonlóképpen

^{*} A pénzügyi szolgáltatások iparága napjainkban még többféle szereplőből áll. Ide tartoznak a kereskedelmi bankok, a takarékszövetkezetek és a jelzálog-finanszírozó társaságok, az olyan fogyasztási hitelezésre szakosodott társaságok, mint a hitelkártya-kibocsátók, a befektetés- és vagyonkezelő társaságok, a befektetési bankok és brókercégek, a biztosítótársaságok, illetve az ingatlanfejlesztéssel és -bérbeadással foglalkozó vállalatok, köztük az ingatlanalapok. Dacára annak, hogy a pénzügyi szektor napjainkban sokkal változatosabb, Grahamnak a pénzügyi stabilitással kapcsolatos figyelmeztetése minden korábbinál aktuálisabbak.

Az intelligetis befektető

14.7. táblázat: *Különböző típusú pénzügyi vállalkozások relatív árfolyammozgásainak alakulása 1948 és 1970 között⁵*

	1948	1953	1958	1963	1965	1970
Életbiztosítás	17,1	59,5	156,6	318,1	282,2	218,0
Vagyon- és felelősség-biztosítás	13,7	23,9	41,0	64,7	99,2	84,3
New York Cityn belüli bankok		15,0	24,3	36,8	49,6	44,3
New York Cityn kívüli bankok		33,3	48,7	75,9	96,9	83,3
Pénzügyi társaságok		27,1	55,4	64,3	92,8	78,3
Személyi kölcsönök nyújtó társaságok	18,4	36,4	68,5	118,2	142,8	126,8
Standard & Poor's index		24,8	55,2	75,0	103,9	92,2

⁵A Standard & Poor's részvényindexek év végi értékei. Az 1941-1943 -as átlag = 10.

a közúti fuvarozók is egyre nagyobb arányt hasítanak ki a teherforgalomból, elsődlegesen a vasút kárára. Az elmúlt 50 évben az ország vasúthálózatának több mint a fele volt már csődben (vagy „csődbiztos” felügyelete alatt.)

Ám ez a fél évszázad nem teljes egészében volt lejtmenet a vasúti szállítványozók számára. Az iparág virágzó időszakokon is keresztülment, különösen a háborús években. Némelyik vonalnak az általános nehézségek ellenére is sikerült megőriznie jövedelmezőképességét és osztalékait.

A Standard & Poor's index hétszeresére emelkedett 1942-es mélypontjáról 1968-as csúcsáig, amely nem sokkal marad el a közműrészvények indexének százalékos nyereségétől. A Penn Central Transportation Co., a legmeghatározóbb amerikai vasúttársaság 1970-es csődje megrázta a pénzügyi világot. A részvényárfolyam csupán egy vagy két évvel korábban történelmi csúcsot ért el, arról nem beszélve, hogy a papír több mint 120 éven keresztül megszakítás nélkül fizetett osztalékot! (A 423. oldalon rövid elemzést adunk erről a vasúttársaságról, azt szemléltetendő, hogy egy hozzáértő diák is észrevehette volna a vállalat helyzetének gyengülését, és javasolhatta volna a papírok eladását.) A vasúti részvények egészének piaci szintjére komoly hatással volt ez a pénzügyi katasztrófa.

Jellemzően nem lehet megalapozott módon általános érvényű ajánlásokat tenni az értékpapírok átfogó kategóriáira, és hasonlóan értelmetlen az általános érvényű elutasítás is. A vasúti részvények árfolyamának alakulását mutató 14.6. táblázatból kiolvasható, hogy az iparág egésze gyakran kecsegtetett a nagy profit lehetőségével. (Ugyanakkor véleményünk szerint a komoly emelkedések önmagukban nagyrészt indokolatlanok voltak.) Engedje meg az olvasó, hogy

javaslatunkat az alábbiakra korlátozzuk: semmi különösebb oka nincs a befektetőnek, hogy vasúti részvényt birtokoljon; mielőtt ilyet vásárolna, győződjön meg arról, hogy valóban annyi értéket kap a pénzéért, hogy ésszerűtlen lenne helyette valami mást keresnie.*

Részvénykiválasztás óvatos befektető módra

Minden befektető azt szeretné, ha értékpapírjainak listája jobb vagy ígéretesebb lenne, mint az átlag. Így az olvasó felteheti a kérdést, hogy ha talál magának egy hozzáértő tanácsadót vagy értékpapír-elemzőt, nem számíthat-e vajon arra, hogy segítségével igazán kiváló befektetési csomaghoz juthat. „Elvégre - mondhatja - a könyvben körvonalazott szabályok eléggé egyszerűek és könnyen kezelhetők. Egy megfelelően képzett elemzőnek a tudását és az általa ismert módszereket felhasználva képesnek kellene lenni arra, hogy egy olyan magától értetődő választásnál, mint a Dow Jones listája, valamivel jobbal is elő tudjon állni. Ha nem tud, akkor mire jó az összes statisztikája, számítása és szertartásos elemzése?"

Mintegy gyakorlati próbaként képzeljük el, hogy arra kérünk száz értékpapír-elemzőt, válasszák ki a Dow Jones Average-ből az öt „legkiválóbb” részvényt, amelyeket 1970 végén a legjobb vételnek tartanak. Kevesen választanák ki ugyanazt az öt papírt, és sokuk listája teljesen különbözne a többiekétől.

Ez nem annyira meglepő, mint amennyire elsőre tűnhet. Emögött az áll, hogy a vezető részvények aktuális árfolyama meglehetősen jól tükrözi a múltbeli pénzügyi eredményeikből következő tényezőket és a jövőbeli kilátásaikkal kapcsolatos általános piaci véleményt. Éppen ezért az egyes elemzők azon meglátása, hogy egy részvény jobb vétel, mint a többi, jelentős mértékben személyes elfogultságától és várakozásaitól kell, hogy függjön. Ha minden elemző egyetértene abban, hogy egy konkrét részvény jobb, mint az összes többi, akkor az a papír nagyon rövid időn belül olyan árig drágulna, amely kioltja a korábbi vélt előnyeit."

Megállapításunk, amely szerint az aktuális árfolyam mind az ismert tényeket, mind a jövőre vonatkozó várakozásokat tükrözi, a piaci értékelések kettős alapját hivatott hangsúlyozni. Az érték e kétféle összetevőjének megfelelően az értékpapír-elemzésnek két alapvetően különböző megközelítése létezik. Kétségtelen, hogy

* Mára csak néhány nagyobb vasúti részvény maradt köztük a Burlington Northern, a CSX, a Norfolk Southern és a Unisn Pacific. Az itt megfogalmazott tanács legalább annyira érvényes napjainkban a légitársaságok papírjaira - amelyek masszív jelenlegi veszteségekkel és fél évszázados, szinte szüntelenül gyenge eredményekkel rendelkeznek -, mint amilyen Graham idejében a vasúttársaságokra volt.

** Graham a „hatékony piacok elméletét” foglalja itt össze, amely azt állítja, hogy a részvények árfolyamába beépül a vállalattal kapcsolatos összes nyilvánosan elérhető információ. Mivel nap mint nap többmilliónyi befektető árgus szemekkel vizsgálja a piacot, valószínűtlen, hogy komoly árazási anomáliák hosszan fennállhatnának. Egy régi vicc szerint két pénzügyprofesszor sétál a járdán; az egyik észrevesz egy, a földön heverő húszdolláros, és amikor lehajol, hogy felvegye, a másik megragadja a karját, és azt mondja: „Ne fáradj. Ha az valóban egy húszdolláros lenne, valaki már rég felvette volna.” Bár a piac nem tökéletesen hatékony, az idő nagy részében igen közel áll ahhoz - így az intelligens befektető csak azt követően fog lehajolni a piac húsz dollárosaiért, hogy gondos kutatással megvizsgálta azokat, és minimálisra csökkentette a kereskedési és adózási költségeket.

minden hozzáértő elemző inkább előrenéz a jövőbe, mintsem vissza a múltba, és felismeri, hogy a munkája annak alapján bizonyul majd jónak vagy rossznak, hogy mi *fog történni*, nem pedig annak alapján, hogy mi *történt*. Mindazonáltal magához a jövőhöz kétféleképpen közelíthetünk: az egyik módszert nevezhetjük *előrejelzésnek* (vagy jóslásnak), a másikat pedig *védekezésnek*.*

Az előrejelzést előtérbe helyezők arra törekszenek, hogy elfogadhatóan pontosan előre lássák, hogyan fog teljesíteni a vállalat a következő években - különös tekintettel arra, vajon eredményei egyértelmű és tartós növekedést fognak-e mutatni. Az erre vonatkozó megállapításokat vagy olyan tényezők rendkívül gondos vizsgálatából lehet levonni, mint az iparági kínálat és kereslet - vagy a forgalom, az ár és a költségek - vagy pedig a múltbeli növekedésnek a jövőre vonatkozó, meglehetősen naiv kivetítéséből lehet őket eredeztetni. Ha a szakértelműek meggyőződtek arról, hogy a viszonylag hosszú távú kilátások rendkívül kedvezőek, akkor szinte minden esetben anélkül ajánlják vételre a részvényt, hogy különösebb figyelmet fordítanának a papír aktuális árszintjére. Ilyen általános hozzáállás alakult ki a légitársaságok részvényeivel kapcsolatban - s ez az attitűd hosszú éveken át, az iparág által az 1946 utáni időszakban elért, lesújtóan rossz eredmények ellenére fennmaradt. A Bevezetésben már szóltunk az ezt az iparágat jellemző ellentmondásról, amely a részvényárfolyamok jó szereplése és a viszonylag kiábrándító nyereségadatok között áll fenn.

Ezzel szemben a védelmet hangsúlyozók mindig kiemelten figyelnek a papír árfolyamára, amelyet az a vizsgálódásaik idején ér el. Legfőbb erőfeszítésük arra irányul, hogy a piaci árat jelentősen meghaladó jelenbeli értéket tudjanak kimutatni - amely különbség képes lehet elnyelni a jövőbeli kedvezőtlen fejlemények hatásait. Általában ezért nem annyira fontos számukra, hogy lelkesedni tudjanak a vállalat jövőbeli kilátásait illetően, az viszont igenis lényeges, hogy kellő bizonyosságot kapjanak afelől, hogy a vállalkozás boldogulni fog a jövőben is. Az első, vagyis az előrejelzésre épülő megközelítést kvalitatívnak is nevezhetjük, mert a kilátásokat, a vállalatvezetést és az egyéb nem számszerűsíthető, ugyanakkor rendkívül fontos tényezőket helyezi az előtérbe, amelyek mind a minőség kategóriájába tartoznak. A második, a védekezésre épülő megközelítést kvantitatívnak vagy statisztikainak is nevezhetnénk, mert a piaci ár és a nyereség, az eszközök, az osztalékok stb. közötti mérhető kapcsolatot vizsgálja. A kvantitatív módszer tulajdonképpen annak a nézetnek a kiterjesztése - a részvények területére -,

* Ez Graham könyvének egyik legfontosabb gondolata. Minden befektető kegyetlen iróniával kénytelen szembesülni: *ajelenben* fektetünk be, ám *ajövőért* tesszük azt. És sajnos a jövő szinte teljes egészében bizonytalan. Az infláció és a kamatlábak kiszámíthatatlanok; a gazdasági válságok véletlenszerűen jönnek-mennek; a geopolitikai zavarok, mint a háború, a nyersanyaghiány és a terrorizmus gyakran minden figyelmeztetés nélkül érkeznek; és az egyes vállalatok vagy iparágak csrsa gyakran teljesen máshogyan alakul, mint amire a befektetők többsége számított. Éppen ezért az *előrejelzés* alapján történő befektetés teljesen hiábavaló próbálkozás; még az úgynevezett szakértők előrejelzése is kevésbé megbízható, mint ha pénzfeloldás útján döntenénk. A legtöbb ember számára a *védekezés* alapján történő befektetés a legjobb megoldás. (A befektető az ellen kell, hogy védekezzen, hogy túlságosan magas árat fizet egy részvényért, és túlságosan megbízik saját ítéleteinek a helyességében.) Graham a 20. fejezetben bővebben is kifejti ezt a fogalmat.

hogyan az értékpapír-elemzés megalapozott módszernek tekintendő a befektetésre érdemes kötvények és elsőbbségi részvények kiválasztására.

Saját hozzáállásunkat és szakmai munkánkat mindig is a kvantitatív megközelítés iránti elkötelezettségünk határozta meg. Az első pillanattól kezdve meg akartunk bizonyosodni arról, hogy a kézzelfogható, kimutatható mérőszámok szerint megfelelő értéket kapunk pénzünkért. A jövőbeli kilátásokat és ígéreteket nem voltunk hajlandók a jelenlegi érték hiányának kompenzálásaként elfogadni. Ez semmiképpen nem tekinthető a befektetési szaktekintélyek általános nézőpontjának; valójában a többség inkább azon vélemény mögött sorakozik fel, hogy a kilátások, a vállalatvezetés minősége, egyéb nem kézzelfogható dolgok és az „emberi tényező” messze felülmúlják a múltbeli eredmények, a mérleg és a többi száraz tény vizsgálatából adódó következtetések fontosságát.

Így a „legjobb” részvények kiválasztása végeredményben igen ellentmondásos dolog. Az óvatos befektetőnek azt tudjuk tanácsolni, hogy kerülje el úgy, ahogy van. Az egyedi papírok kiválasztása helyett a diverzifikálást helyezze előtérbe. Mellesleg a diverzifikálás általánosan elfogadott és követett elve - részben legalábbis - a kiválogatás ambiciózus törekvésének tagadása. Ha valaki tévedhetetlenül ki tudná választani a legjobb részvényeket, akkor a diverzifikálással csak veszítené. Az óvatos befektető számára javasolt négy legáltalánosabb részvénykiválasztási **szabály** (lásd a 93-94. oldalt) korlátain belül mégis viszonylag jelentős mozgástere lehet a befektetőnek. Amennyiben a szabályok adta korlátokon belül maradva saját preferenciái szerint dönt, a legrosszabb esetben sem tud magának kárt okozni; ha pedig kicsit is jól alakulnak a dolgok, akkor akár még hozzá is tehet valamit az eredményeihez. Mivel a technológiai fejlődés egyre nagyobb hatást gyakorol a vállalatok hosszú távú eredményeire, a befektető nem hagyhatja ki ezt a számításaiából. Mint mindenhol máshol, itt is a teljes semmibe vétel és a túlhangsúlyozás közötti középutat kell keresnie.

Kommentár a 14. fejezethez

Aki a biztos nyereségre épít, aligha fog nagy vagyont szerezni; és az, aki mindenét kockára teszi, gyakran tönkremegy, és szegénység vár rá: célszerű ezért a kockázat ellen a biztos tényekkel védekezni, amelyek korlátozhatják veszteségeinket.

(Sir Francis Bacon)

Vágjunk bele!

Hogyan birkózzunk meg a részvénykiválasztás technikai részleteivel? Graham azt mondja, hogy a legegyszerűbb dolog, amit az óvatos befektető tehet, hogy a Dow Jones Industrial Average indexet alkotó összes részvényből vásárol. Korunk óvatos befektetője még ennél is könnyebb helyzetben van: megteheti, hogy a teljes részvényt piacot követő indexalap megvásárlásával gyakorlatilag az összes olyan papírt portfóliójában tudja, amit tartani érdemes. Az alacsony költségű indexalap a kevés odafigyelést igénylő részvénybefektetés valaha kitalált legjobb eszköze - és az eredményének túlszárnyalására irányuló bármilyen próbálkozás nagyobb erőfeszítést igényel (és szükségszerűen több kockázattal és magasabb költségekkel jár), mint ami a valóban óvatos befektető számára indokolható.

Nincs szükség kutatómunkára és saját részvények kiválasztására; ez utóbbi ráadásul a legtöbb ember számára még csak nem is ajánlott. Egyes óvatos befektetők azonban igenis élvezik az egyedi részvények kiválogatása nyújtotta szórakozást és szellemi kihívást - és, amennyiben az olvasó túlélte már egy medve piacot, és még mindig élvezi a részvénykiválasztást, akkor sem a Graham, sem az általam elmondottak nem fogják ettől eltántorítani. Ebben az esetben ahelyett, hogy a részvényt piaci indexalap alkotná teljes portfóliónkat, legyen az portfóliónk stabil alapzata. És ha az alapzat rendben van, akkor kísérletezhetünk mellette a saját magunk által kiválasztott részvényekkel. Tartsuk részvénytőkének 90 százalékát indexalapban, a maradék 10 százalékból pedig próbáljunk meg saját nyerő részvényeket választani. Csak ilyen stabil alapzat megteremtése után érdemes egyedi papírokkal próbálkozni. (Ha tudni szeretnénk, miért olyan fontos az ilyen átfogó diverzifikálás, olvassuk el *a következő oldalon keretes írását.*)

Miért diverzifikáljunk?

A 90-es évek bika piacának idején a diverzifikálással szemben felhozott egyik legelterjedtebb kritika az volt, hogy csökkenti a magas hozam potenciálját. Elvégre, ha meg tudjuk találni a következő Microsoftot, nem volna értelme összes tojásunkat abba az egy kosárba pakolni?

Dehogynem. Ahogy Will Rogers, a humorista mondta egyszer: „Ne hazardírozzunk. Fogjuk összes megtakarításunkat, és vegyünk egy jó részvényt, tartsuk meg, amíg fel nem megy az ára, majd adjuk el. Ha nem megy fel, ne vegyük meg.”

Rogers is jól tudta azonban, hogy a legtöbb befektető nem rendelkezik a tökéletes előrelátás ajándékával. Mindegy, hogy mennyire érezzük magunkat biztosnak a dolgunkban, egyszerűen nincs módszer annak megállapítására, hogy egy részvényárfolyam fel fog-e menni - ez csak *azután* derül ki, hogy megvásároltuk. Ezért az általunk „a következő Microsoftnak” vélt részvényről könnyűszerrel kiderülhet, hogy a következő MicroStrategy lesz. (A piac ezen egykori üdvöskéje a 2000. márciusi 3130 dolláros árfolyamról 2002 végére 15,10 dollárra zuhant, ami gigantikus, 99,5 százalékos értékvesztésnek felel meg.)¹ A tévedés kockázata elleni egyetlen megbízható védekezés, ha pénzünket kellően sok részvény és iparág között osztjuk meg.

Am a diverzifikálás nem csak a tévedéseink esélyét csökkenti minimálisra. Annak a sanszát is a lehető legjobban megnöveli, hogy igazunk lesz. Kellően hosszú idő alatt számos részvényből válhat „szupersztár”, olyan, amely akár 10000 százalékot is emelkedhet. A *Money* magazin összeállította a 2002-ben véget ért 30 év harminc legjobban teljesítő részvényének a listáját - és ez a lista még az utólagos élelítés birtokában is zavarba ejtően kiszámíthatatlan. Ahelyett, hogy egy csomó technológiai vagy egészségügyi részvényt tartalmazna, a listán olyan vállalatokat találunk, mint a Southwest Airlines, a Worthington Steel, a Dollár General diszkontáruház és a tubák-dohányt gyártó ÜST, Inc.² Ha most úgy gondoljuk, hogy 1972-ben fogadni mertünk volna ezen részvények bármelyikére, akkor minden bizonnyal áltatjuksaját magunkat.

Gondoljunk csak végig a következőképpen: a piac hatalmas szénakazlában csak néhány olyan tű fordul elő, amely valóban hatalmas nyereséget tud hozni. Minél nagyobb részét birtokoljuk a szénakazalnak, annál jobbak az esélyeink, hogy legalább az egyik ilyen tűt meg fogjuk találni. Ha a teljes szénakazalt a magunkénak tudjuk (ideális esetben egy, a teljes amerikai részvényt piacot lefedő indexalap formájában), akkor biztosak lehetünk abban, hogy az összes tűt megtaláljuk, így az összes szuperrészvény hozama bennünket fog gazdagítani - vagy legalábbis bennünket is. Miért kutatnánk a tűk után, ha a teljes szénakazal a miénk lehet? A kérdés különösen jogos, ha az óvatos befektetők közé soroljuk magunkat.

¹A részvényfelaprózásoknak megfelelően kiigazított érték. Sok ember 2000 elején valóban a következő Microsoftnak gondolta a MicroStrategyt; részvényei 566,7 százalékkal emelkedtek 1999-ben, a vállalat elnöke, Michael Saylor pedig kijelentette, hogy „jövünk ma ígéretesebb, mint 18 hónappal ezelőtt volt”. Az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdelügyelet a későbbiekben számviteli csalással vádolta meg a MicroStrategyt, és Saylor végül 8,3 millió dolláros bírságot volt kénytelen fizetni. Don Birger, „The 30 Best Stocks,” *Money*, 2002. ősz, 88-95. oldal.

Vizsgálni, vizsgálni, vizsgálni

Aktualizáljuk röviden Graham részvényválasztási feltételeit.

Megfelelő méret. A „kisméretű vállalatok kizárásához” az óvatos befektetőnek napjainkban azoktól a részvényektől kell tartózkodnia, amelyek teljes piaci értéke nem éri el a 2 milliárd dollárt. 2003 elején ez a feltétel azt jelenti, hogy a Standard & Poor's 500 részvényindexéből még mindig 437 olyan részvény marad, amelyek közül válogathatunk. Graham korával ellentétben a mai óvatos befektetők azonban kényelmes módon birtokolhatnak kisvállalatokat az ilyen papírokra szakosodott befektetési alapok vásárlása útján. Itt is egy olyan indexalap a legjobb választás, mint a Vanguard Small-Cap Index, noha az olyan befektetési társaságoknál is reális költségek mellett juthatunk megfelelő alapokhoz, mint az Ariel, a T. Rowe Price, a Royce vagy a Third Avenue.

Stabil pénzügyi helyzet. A Morgan Stanley két piaci stratégiája, Steve Galbraith és Jay Lasus szerint 2003 elején az S&P 500 index körülbelül 120 vállalata felelt meg annak a 2:1 arányú feltételnek, amelyet Graham a likviditási rátával kapcsolatban fogalmazott meg. A rövid lejáratú kötelezettségeikhez képest legalább kétszer annyi forgóeszközzel rendelkező vállalatok forgótőke olyan kellő mértékű pufferrel rendelkezik, amely - átlagosan nézve - elegendő kell, hogy legyen a nehéz idők átvészelésére.

A Wall Street mindig is hajlamos volt a keserű iróniára, és a növekedési részvények buborékjának kipukkanása rendkívül bizarr dolgot hozott: 1999-ben és 2000-ben a high-tech, a bio-tech és a telekommunikációs részvényekről feltételezték, hogy „agresszív növekedést” fognak produkálni, ehelyett azonban ezek masszív veszteségeket okoztak befektetőik többségének. Am 2003 elejére a világ nagyot fordult, és az agresszív növekedési részvények közül jó néhány konzervatív pénzügyi helyzettel büszkélkedhetett - tele voltak forgótőkével és készpénzzel, ráadásul némelyiknek még adóssága sem volt. A következő táblázat ízelítőt ad ezekből az adatokból. A tanulság ebből nem az, hogy ezek a részvények „holtbiztosak”, vagy hogy most azonnal rohanni kellene megvásárolni a táblázatban szereplő papírokat (vagy azok egy részét).¹ Sokkal inkább azt kell felismerni, hogy az óvatos befektető akkor is nyereséget érhet el, ha türelmesen és higgadtan vizsgálja át a medve piac romjait. Grahamnak a pénzügyi erőre vonatkozó feltétele még mindig működik: ha olyan részvények diverzifikált kosarát állítjuk össze, amelyek forgóeszközei legalább kétszeresen meghaladják rövid lejáratú kötelezettségeiket, hosszú lejáratú adósságuk pedig nem haladja meg forgótőkéjüket, akkor olyan konzervatív módon finanszírozott vállalatok kerülnek portfoliónkba, amelyek negatív fejlemények esetén is kellő tartalékkal rendelkeznek. A legjobb értéket ma gyakran azok a részvények kínálják, amelyek egykor nagyon felkapottak voltak, idővel azonban csökkent irántuk az érdeklődés. Az ilyen részvények a múltban igen gyakran rendelkeztek az óvatos befektető által elvárt biztonsági ráhagyással.

A nyereség stabilitása. A Morgan Stanley szerint az S&P 500 index összes vállalatának 86 százaléka ért el pozitív eredményt 1993 és 2002 között minden évben. Így a Graham által elvárt „valamilyen nyereség az előző tíz év mindegyikében” továbbra is megfelelő

1 Mire az olvasó kézbe veszi a könyvet, és ezeket a sorokat olvassa, minden bizonnyal nagyon sok minden megváltozott 2002 végéhez képest.

Kommentár a 14. fejezethez

14.1. ábra: Újra a régi kerékvágásban

Vállalat	Forgó- eszközök	Rövid lejáratú kötelezett- ségek	Forgó- eszközök és rövid lejáratú kötele- zettségek aránya	Hosszú lejáratú adósság	Hosszú lejáratú adósság és nettó forgótöke aránya
Applied Micro Circuits	1091,2	61,9	17,6	0	nincs
Linear Technology	1736,4	148,1	11,7	0	nincs
QLogic Corp.	713,1	69,6	10,2	0	nincs
Analóg Devices	3711,1	467,3	7,9	1274,5	0,39
Qualcomm, Inc.	4368,5	654,9	6,7	156,9	0,04
Maxim Integrated Products	1390,5	212,3	6,5	0	nincs
Applied Materials	7878,7	1298,4	6,1	573,9	0,09
Tellabs, Inc.	1533,6	257,3	6,0	0,5	0,0004
Scientific-Atlanta	1259,8	252,4	5,0	8,8	0,01
Altera Corp.	1176,2	240,5	4,9	0	nincs
Xilinx, Inc.	1108,8	228,1	4,9	0	nincs
American Power Conversion	1276,3	277,4	4,6	0	nincs
Chiron Corp.	1393,8	306,7	4,5	414,9	0,38
Biogen, Inc.	1194,7	265,4	4,5	39	0,04
Novellus Systems	1633,9	381,6	4,3	0	nincs
Amgen, Inc.	6403,5	1529,2	4,2	3039,7	0,62
LSI Logic Corp.	1626,1	397,8	4,1	1287,1	1,05
Rowan Cos.	469,9	116,0	4,1	494,8	1,40
Biomet, Inc	1000,0	248,6	4,0	0	nincs
Siebel Systems	2588,4	646,5	4,0	315,6	0,16

A táblázatbeli összes érték millió dollárban szerepel, és a legfrissebb, 2002. december 31-i pénzügyi jelentésekből származik. A nettó forgótöke a forgóeszközöknek a rövid lejáratú kötelezettségekkel csökkentett értéke. A hosszú lejáratú adósság az elsőbbségi részvényeket tartalmazza, a halasztott adófizetési kötelezettségeket azonban nem.

Források: Morgan Stanley; Baseline; EDGAR adatbázis (www.sec.gov).

A fenti vállalatok többsége 1999-ben a piac dédelgetett kedvencei közé tartozott, amelyek nagy potenciális növekedéssel kecsegtettek. 2003 elején már kézzelfogható bizonyítékkal szolgáltak valódi értékükre.

Kommentár a 14. fejezethez

14.2. ábra: Sziklaszilárdan

Ezek a vállalatok minden évben kivétel nélkül magasabb osztalékot fizettek mint az előzőben.

Vállalat	Szektor	Osztalékfizetés ... óta minden évben	Az előző évit megaladó osztalékok száma az elmúlt 40 évben
3M Co	Ipar	1916	40
Abbott Laboratories	Egészségügy	1926	35
ALLTEL Corp.	Telekommunikációs szolgáltatások	1961	37
Altria Group (korábban: Philip Morris)	Alapvető fogyasztási cikkek	1928	36
AmSouth Bancorp	Pénzügy	1943	34
Anheuser-Busch Cos.	Alapvető fogyasztási cikkek	1932	39
Archer-Daniels-Midland	Alapvető fogyasztási cikkek	1927	32
Automatic Data Proc.	Ipar	1974	29
Avery Dennison Corp.	Ipar	1964	36
Bank of America	Pénzügy	1903	36
Bard (C. R.)	Egészségügy	1960	36
Becton, Dickinson	Egészségügy	1926	38
CenturyTel, Inc.	Telekommunikációs szolgáltatások	1974	29
Chubb Corp.	Pénzügy	1902	28
Clorox Co.	Alapvető fogyasztási cikkek	1968	30
Coca-Cola Co.	Alapvető fogyasztási cikkek	1893	40
Comerica, Inc.	Pénzügy	1936	39
ConAgra Foods	Alapvető fogyasztási cikkek	1976	32
Consolidated Edison	Közművek	1885	31
Donnelley (R. R.)&Sons	Ipar	1911	36
Dover Corp.	Ipar	1947	37
Emerson Electric	Ipar	1947	40
Family Dollar Stores	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1976	27
First Tenn Natl	Pénzügy	1895	31
Gannett Co.	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1929	35
General Electric	Ipar	1899	35
Grainger (W. W.)	Ipar	1965	33

Kommentár a 14. fejezethez

Heinz (H.J.)	Alapvető fogyasztási cikkek	1911	38
Household Intl.	Pénzügy	1926	40
Jefferson-Pilot	Pénzügy	1913	36
Johnson & Johnson	Egészségügy	1944	40
Johnson Controls	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1887	29
KeyCorp	Pénzügy	1963	36
Kimberly-Clark	Alapvető fogyasztási cikkek	1935	34
Leggett & Platt	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1939	33
Lilly (Eli)	Egészségügy	1885	38
Lowe's Cos.	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1961	40
May Dept Stores	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1911	31
McDonald's Corp.	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1976	27
McGraw-Hill Cos.	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1937	35
Merck & Co	Egészségügy	1935	38
Nucor Corp.	Nyersanyagok	1973	30
PepsiCo, Inc.	Alapvető fogyasztási cikkek	1952	35
Pfizer, Inc.	Egészségügy	1901	39
PPG Indus.	Nyersanyagok	1899	37
Procter & Gamble	Alapvető fogyasztási cikkek	1891	40
Regions Financial	Pénzügy	1968	32
Rohm & Haas	Nyersanyagok	1927	38
Sigma-Aldrich	Nyersanyagok	1970	28
Stanley Works	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1877	37
Supervalu, Inc.	Alapvető fogyasztási cikkek	1936	36
Target Corp.	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1965	34
TECO Energy	Közművek	1900	40
U.S. Bancorp	Pénzügy	1999	35
VF Corp.	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1941	35
Wal-Mart Stores	Nem alapvető fogyasztási cikkek	1973	29
Walgreen Co.	Alapvető fogyasztási cikkek	1933	31

Forrás: Standard & Poor's Corp.
2002.12.31-ei adatok

Kommentár a 14. fejezethez

próba marad - ami elég kemény ahhoz, hogy kiszűrje a krónikus veszteseket, ám nem annyira szigorú, hogy életszerűtlenül kis mintára korlátozza választási lehetőségünket.

Múltbeli osztalék. A Standard & Poor's szerint 2003 elején az S&P 500 lista 354 vállalata (vagyis 71 százalékuk) fizetett osztalékot. Közülük nem kevesebb mint 255 legalább húsz éve megszakítás nélkül teszi ezt. És, szintén az S&P szerint, az index 57 vállalata legalább az elmúlt negyedszázadban évről évre *magasabb* osztalékot fizetett ki. Arra nincs ugyan garancia, hogy ez az idők végezetéig így marad, de azért ez megnyugtató jel.

Nyerésnövekedés. A 2002-ben véget ért tíz évben az S&P 500 index hány vállalata növelte a részvényenkénti eredményét, „legalább harmadával” ahogy azt Graham elvárja? (Átlagoljuk az egyes vállalatok 1991-1993-as eredményét, majd nézzük meg, hogy a 2000-2002-es átlageredmény annál legalább 33 százalékkal magasabb volt-e.) A Morgan Stanley szerint az index 264 vállalata felel meg ennek a próbának. Ám úgy tűnik, hogy Graham itt nagyon könnyű akadályt állít a cégek elé; az egy évtized alatti 33 százalékos összesített növekedéshez kevesebb mint 3 százalékos átlagos évi gyarapodásra van szükség. A részvényenkénti eredmény legalább 50 százalékos összesített növekedése - ami évi átlag 4 százalékos bővülésnek felel meg - egy kicsit kevésbé konzervatív elvárás. Az S&P 500 index nem kevesebb mint 245 vállalata felelt meg ennek a feltételnek 2003 elején, így bőséges választási lehetősége maradt az óvatos befektetőnek. (Ha a növekedés összesített mértékére vonatkozó kritériumot 100 százalékra, vagy évi átlag 7 százalékra állítjuk, akkor is 198 vállalat közül választhatunk.)

Mérsékelt P/E arány. Graham azt javasolja, hogy olyan részvényekre szorítkozzuk választásainkat, amelyek jelenlegi árfolyama nem haladja meg az elmúlt három év átlagos nyereségének tizenötszörösét. Szinte hihetetlen, de a Wall Street uralkodó gyakorlata szerint a részvények értékelése úgy történik, hogy az aktuális árfolyamot a „jövő évi nyereségnek” nevezett valamivel osztják el. Amit így kapnak, azt szokás „előremutató P/E aránynak” is nevezni. Ám értelmetlen az árfolyam/nyereség arányt úgy számolni, hogy az ismert aktuális árfolyamot ismeretlen jövőbeli nyereséggel osztjuk el. Dávid Dreman befektetési szakértő kimutatta, hogy a nyereség-előrejelzésekre vonatkozó Wall Street-i „konszenzus” hosszú távon az esetek 59 százalékában bántóan a hibahatáron kívül esik - legalább 15 százalékkal alá- vagy fölébecsülve a majd ténylegesen jelentett eredményt.² A pénzünket legalább olyan kockázatos a rövidlátó jóvendómondók által a következő évre jóslotalapján befektetni, mint a vakok íjászversenyén a céltáblát tartani. Számítsuk ki inkább Graham képlete alapján saját magunk a részvények árfolyam/nyereség hányadosát, vagyis osszuk el a jelenlegi árfolyamot az előző három év átlagos nyereségével.³

Hány olyan részvényt találhattunk 2003 elején a Standard & Poor's 500 indexben, amelynek árfolyama legfeljebb tizenötször haladta meg a 2000-2002-es átlagos nyereségének átlagát? A Morgan Stanley szerint összességében 185, vagyis egyáltalán nem kevés társaság felelt meg Graham próbájának.

² David Dreman, „Bubbles and the Role of Analysts' Forecasts” *The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, no. 1 (2002), 4-14. oldal.

³ Az arányt saját kezűleg kiszámíthatjuk a vállalat éves jelentéséből, illetve az olyan weboldalakon elérhető adatokból, mint a www.morningstar.com vagy a <http://finance.yahoo.com>.

Kommentár a 14. fejezethez

Az árfolyam és a könyv szerinti érték mérsékelt aránya. Graham az árfolyam és az eszközök könyv szerinti értékének legfeljebb 1,5-szeres arányát tartja elfogadhatónak. Az elmúlt években a vállalatok értéke egyre növekvő arányban származott olyan immateriális javakból, mint a franchise, a márkanevek, a szabadalmak és a védjegyek. Mivel a könyv szerinti érték hagyományos definíciója ezeket a tényezőket (akárcsak az akvizíciókból származó goodwillt) nem tartalmazza, a vállalatok többségét napjainkban magasabb árfolyam/könyv szerinti értékarányon jegyzik, mint Graham idejében. A Morgan Stanley szerint az S&P 500-ból 123 vállalat (vagyis minden negyedik) papírja forog a könyv szerinti értékének másfélszeresénél kisebb áron. Mindösszesen 273 vállalat (az index 55 százaléka) esetében alacsonyabb 2,5-nél az árfolyam és a könyvszerinti értékaránya.

Mi a helyzet Graham azon javaslatával, hogy szorozzuk meg a P/E hányadost az árfolyam és a könyv szerinti érték arányával, és lássuk, hogy az így kapott szám 22,5 alatt marad-e? A Morgan Stanley adatai alapján 2003 elején az S&P 500 index legalább 142 vállalata felel meg ennek a kritériumnak, köztük olyanok, mint a Dana Corp., az Electronic Data Systems, a Sun Microsystems és a Washington Mutual. Így Graham „kombinált szorzója” továbbra is alkalmas arra, hogy a mérsékelt árfolyamú részvények azonosításának egyik első szűrője legyen.

Átvilágítás

Mindegy, hogy mennyire óvatos befektetők vagyunk - legalábbis abban a Graham által használt értelemben, hogy milyen mértékben kívánjuk minimalizálni a részvénykiválasztásra fordított munka mennyiségét - van egy-két lépés, amelyet egyszerűen nem szabad kihagyni:

Csináljuk meg a házi feladatot. A www.sec.gov oldalon elérhető EDGAR adatbázisban azonnal hozzáférhetünk bármely vállalat éves vagy negyedéves jelentéseihez, illetve az olyan kiegészítő nyilatkozatokhoz, amelyek a vezetők javadalmazásáról, részesedéséről és potenciális összeférhetetlenségeiről szolgáltatnak információt. Legalább öt évre visszamenőleg olvassuk át ezeket.⁴

Nézzünk körül a szomszédban. Az olyan internetes oldalakon, mint a <http://quicktake.morningstar.com>, a <http://finance.yahoo.com> vagy a www.quicken.com, pillanatok alatt kideríthetjük, hogy egy vállalat részvényeit milyen arányban birtokolják az intézményi befektetők. A 60 százalékos feletti arány arra utal, hogy a részvény aligha tekinthető ismeretlennek, és jó eséllyel „túlbirtokolt”. (Amikor a nagy intézmények eladnak, hajlamosak egyszerre tenni ezt, ami katasztrofális eredménnyel járhat a részvényre nézve. Úgy képzeljük ezt el, mint amikor egy süllyedő hajóról mindenki egyszerre ugrik a vízbe.) Azt is megtudhatjuk itt, hogy kik a legnagyobb részvénytulajdonosok. Ha olyan vagyongazdálkodási társaságok, amelyek a miénkhez hasonló stílusban fektetnek be, az mindenképpen jó jel.

4 A H., 12. és 19. fejezet kommentárjaiban bővebben olvashatunk arról, mit érdemes keresnünk ezekben a jelentésekben. Amennyiben nem érezzük magunkban az erőt, hogy legalább öt évre visszamenőleg átolvassuk ezeket a dokumentumokat, és alapvető összehasonlításokat végezzünk a vállalat pénzügyi állapotára vonatkozóan, akkor túl passzív befektetők vagyunk ahhoz, hogy egyedi részvényeket birtokoljunk. Ebben az esetben hagyjuk a részvénykiválasztást, és fordítsuk figyelmünket számunkra inkább megfelelő indexalapokra.

15. FEJEZET

Részvénykiválasztási alapelvek a vállalkozó szellemű befektető számára

Az előző fejezet során a szóba jöhető értékpapírok általános csoportjai tekintetében foglalkoztunk a részvények kiválasztásával, amely csoportokból az óvatos befektető szabadon összeállíthat bármilyen, általa vagy a tanácsadója által preferált listát, feltéve, hogy közben ügyel a megfelelő diverzifikálás megvalósítására. A válogatással kapcsolatban negatív megközelítést alkalmaztunk - azt tanácsolva, hogy a befektető felejtse el egyrészt a felismerhetően gyenge minőségű papírokat, másrészt pedig a legkiválóbb részvényeket, amennyiben ez utóbbiak árfolyama olyan magas, hogy jelentős mértékű spekulatív kockázatot hordoznak magukban. Ebben a vállalkozó szellemű befektetőnek szóló fejezetben az olyan *egyedi* részvényválasztás lehetőségeivel és eszközeivel foglalkozunk, amelyek a piaci átlagnál vélhetően jövedelmezőbbnek fognak bizonyulni.

Milyen reményünk lehet arra, hogy sikeresen műveljük a részvénykiválasztást? Finoman fogalmazva is álszentek lennénk, ha már a kezdet kezdetén nem közölnénk ezzel kapcsolatos komoly fenntartásainkat. Első ránézésre a sikeres részvénykiválasztás magától értetődőnek tűnhet. Átlagos eredmények, azaz például a DJIA teljesítményének eléréséhez semmilyen különleges képességre nincs szükség, elegendő pusztán eme harminc vezető részvénnyel megegyező vagy ahhoz hasonló portfólió kialakítása. Ebből nyilvánvalóan adódik, hogy akár már közepes szintű szakértelem - származzon az iskolai tanulmányokból, tapasztalatból vagy veleszületett képességekből - birtokában is jelentősen jobb eredményeket lehet elérni, mint a DJIA.

Ennek ellenére figyelemre méltó és meggyőző bizonyíték van arra, hogy ez még akkor is igen nehezen valósítható meg, ha a próbálkozó a lehető legkiválóbb végzettséggel rendelkezik. A bizonyítékot a nagyszámú, sok-sok éve működő befektetési társaság vagy „alap” múltbeli eredményei szolgáltatják. Az ilyen alapok többsége elég nagy ahhoz, hogy meg tudja fizetni a piacon található legjobb pénzügyi vagy értékpapír-elemzők szolgáltatásait, illetve megengedhesse magának egy megfelelő kutatási és elemzési részleg minden más alkotóelemének fenntartását. Működési költségeik, ha kellően nagy pénzmennyiséget kezelnek, éves szinten fél százalékot tesznek ki, de az is lehet, hogy még kevesebbet. Ezek

Részvénykiválasztási alapelvek a vállalkozó szellemet befektető számára

a költségek önmagukban nem elhanyagolhatók, ám ha az 1951–1960-as évtizedben a részvényeken elért körülbelül 15 százalékos éves hozamot, sőt akár csak az 1961-1970 közötti időszak 6 százalékos eredményét nézzük, már egyáltalán nem tekinthetők hatalmasnak. A kiváló részvénykiválasztási képesség már egy vékony szeletével is könnyedén leküzdhető ez a csekély költségbeli hátrány, és remek nettó eredményeket lehet elérni az alap részvényesei számára.

Egészében véve azonban a csak részvényalapoknak nem sikerült olyan jó hosszú távú hozamokat elérniük, mint a Standard & Poor's 500 részvényindexnek vagy a piac egészének. Számos átfogó kutatás is ugyanerre a következtetésre jutott. Idézzük a legutóbbit, amely az 1960-1968-as időszakot vizsgálja:¹

Úgy tűnik az eredményekből, hogy a New York-i Értéktőzsde részvényeiből véletlenszerűen alakított, minden részvényben egyforma befektetéssel bíró portfóliók átlagosan jobb teljesítményt nyújtottak ebben az időszakban, mint az ugyanolyan kockázati osztályba tartozó befektetési alapok. A különbségek viszonylag jelentősek voltak az alacsony és közepes kockázatú portfóliák esetében (éves szinten 3,7, illetve 2,5 százalék), ugyanakkora magas kockázatú portfólióknál igen kicsik (évi 0,2 százalék).¹

Ahogy a 9. fejezetben már rámutattunk, ezek az összehasonlítások semmiképpen sem vonják kétségbe a befektetési alapok pénzügyi intézményként betöltött hasznos szerepét. Hiszen a befektetői közönség minden egyes tagja számára elérhetővé teszik, hogy körülbelül átlagos eredményeket érjenek el részvénybefektetéseiken. Azok többsége, akik saját maguk által kiválasztott részvényekbe teszik a pénzüket, különböző okok miatt, de nem érnek el hasonlóan jó teljesítményt. Ám az objektív szemlélő számára az, hogy az alapok nem képesek jobb eredményt elérni, mint a nagy átlag, elég meggyőzően jelzi azt, hogy egy ilyen eredményt elérni nemhogy nem könnyű, hanem igazából rendkívül nehéz.

Miért van ez így? Kétféle magyarázatra tudunk gondolni, amelyek bármelyike részben megfelelő lehet. Az első annak lehetősége, hogy a részvényt piacon az egyes részvények aktuális árfolyamában nemcsak a vállalat múltbeli és jelenbeli teljesítményével kapcsolatos összes fontos tény tükröződik, hanem a jövőjével kapcsolatban ésszerűen kialakított összes várakozás is. Ha ez így van, akkor a későbbiekben bekövetkező, ezekkel ellentétes irányú piaci elmozdulás - amely gyakran szélsőséges is lehet - azoknak az új fejleményeknek és lehetőségeknek a következménye, amelyek nem jelezhetők előre megbízhatóan. Ez lényegében

* A Friend-Blume-Crockett kutatás az 1960. január és 1968. június közötti időszakot vizsgálta, és több mint 100 meghatározó befektetési alap teljesítményét hasonlította össze a New York-i Értéktőzsdén jegyzett több mint 500 legnagyobb részvényből véletlenszerűen összeállított portfóliók hozamával. A Friend-Blume-Crockett kutatásban szereplő alapok jobban teljesítettek 1965 és 1968 között, mint a vizsgált időszak első felében, nagyjából hasonlóan ahhoz, ahogy ezt Graham is megállapította saját vizsgálódásai során (lásd a 129. és a 186-189. oldalt). Ám a jó teljesítmény nem bizonyult tartósnak. És ezeknek a kutatásoknak a megállapítását - amely szerint a befektetési alapok átlagosan a működési kiadásainak és a kereskedési költségeiknek megfelelő mértékben múlják alul a piac teljesítményét - olyan sokszor igazolták már, hogy bárki, aki kételkedik ebben, nyugodtan megalapíthatja a Lapos Föld Társasága pénzügyi tagozatát.

kiszámíthatatlanná és véletlenszerűvé tenné az árfolyammozgásokat. Amennyiben az előbb elmondottak helytállóak, az értékpapír-elemző munkája - legyen ő bármennyire intelligens és alapos - teljesen értelmetlen, mert lényegében a kiszámíthatatlant próbálja megjósolni.

Pontosan az értékpapír-elemzők számának a megsokszorozódása játszhatott fontos szerepet ennek a helyzetnek a kialakulásában. Amikor több száz vagy akár több ezer szakértő tanulmányozza a fontos részvények mögötti értéktényezőket, természetes elvárás lenne, hogy az aktuális árfolyam meglehetősen jól tükrözze a papír értékéről kialakított szakértői vélemények konszenzusát. Azok, akik más papírokhoz képest előnyben részesítik valamelyik részvényt, személyes részrehajlás vagy olyan optimizmus okán tehetik azt, ami éppúgy bizonyulhat helyesnek, mint tévedésnek.

Gyakran eszünkbe jut a párhuzam a Wall Street-i elemzői csoportok munkája és a bridzsmesterek versenyteljesítménye között. Előbbiek azokat a részvényeket próbálják kiválasztani, amelyek a „legvalószínűbb, hogy jól teljesítenek”; utóbbiak pedig minél több pontot kívánnak elérni a kezükben lévő lapokkal. Csak nagyon kevesen tudják elérni ezeket a célokat. Amennyiben az összes bridzsjátékos körülből hasonló szintű tudással rendelkezik, a győztesek valószínűleg mások „hibázásainak”, nem pedig kiváló képességeiknek köszönhetik első helyüket. A Wall Streeten a kiegyenlítő hatást segíti a szakmabeliek közötti összetartás, amelynek keretében a számtalan különféle összejövétel során viszonylag szabadon megosztják egymással ötleteiket és észrevételeiket. Majdnem úgy, mintha - a bridzsverseny példájánál maradva - a különböző szakértők egymás válla felett kukucskálva kibeszélnék az éppen folyamatban lévő partit.

A második lehetőség teljesen más jellegű. Talán sok értékpapír-elemzőt hátráltatja az, hogy hibásan közelítik meg a részvénykiválasztás problémáját. Azokat az iparágakat keresik, amelyeknek a legjobbak a növekedési kilátásai, és azokat a vállalatokat, amelyek ezekben az iparágakban a legjobb vállalatvezetéssel vagy egyéb előnyökkel rendelkeznek. Ennek az a következménye, hogy bármilyen árfolyamon hajlandók belevásárolni ezekben az iparágakba és vállalatokba, és elkerülik a kevésbé ígéretes iparágakat, illetve vállalatokat, függetlenül attól, hogy ez utóbbiaknak milyen alacsony áron forognak a papírjaik. Valóban ez lenne az egyetlen üdvözítő megoldás abban az esetben, ha a jó vállalatok nyeresége egészen biztosan gyors ütemben növekedne az idők végezetéig, hiszen ekkor értékük elméletben végtelen lenne. És amennyiben a kevésbé ígéretes vállalatok menthetetlenül a kihalás felé tartanának, akkor az elemzőknek igazuk lenne, hogy árfolyamuktól függetlenül nem találják kecsegtetőnek őket.

A valóságban azonban egészen más a helyzet. Rendkívül kevés vállalat képes hosszú időszakon keresztül, megszakítás nélkül gyors ütemben növekedni. A nagyobb társaságok közül figyelemre méltóan kevés szűnik meg. A többségüknek a történelme viszontagságokról, hullámhegyekről és hullámvölgyekről, illetve relatív pozícióváltozásokról szól. Némelyikük szinte az acéliparban megszokott ciklikusságnak megfelelően járja be a „nyomorból a gazdagsághoz, majd vissza”

vezető utat, míg másoknál a látványos változások a vállalatvezetés gyengüléséhez vagy javulásához köthetők.¹

Miként vonatkoznak az előbbiek a vállalkozó szellemű befektetőre, aki egyedi részvények kiválasztásával kíván átlag feletti eredményeket elérni? Mindenekfelett azt sugallják, hogy amire vállalkozik, az nehéz, sőt talán egyenesen kivitelezhetetlen. Akármennyire intelligensek és hozzáértők is könyvünk olvasói, aligha várhatják el maguktól, hogy jobb munkát végezzenek a portfólió-kiválasztás területén, mint Amerika legjobb elemzői. Igaz ugyanakkor, hogy a hagyományos elemzéseken alapuló kiválasztások a részvénypiac viszonylag nagy részét háttérbe szorítják, vagy teljes mértékben figyelmen kívül hagyják, és az intelligens befektető igenis profitálhat az ebből következő alulértékelésekből.

Ám ehhez speciális, a Wall Streeten általánosságban nem elfogadott módszereket kell követnie, mert a bevett technikák szemmel láthatóan nem a mindenki által hön áhított eredményeket produkálják. Igen furcsának tűnhet, hogy - figyelembe véve a részvénypiacon hivatásszerűen foglalkoztatott hatalmas mennyiségű szellemi kapacitást - léteznek olyan megközelítések, amelyek egyszerre megalapozottak és ígéretesek, illetve viszonylag népszerűtlenek. Saját pályafutásunkat és hírnevünket mégis erre a valószerűtlen tényre alapoztuk."

A Graham-Newman módszerek összefoglalása

Annak érdekében, hogy kézzelfoghatóbbá tegyük utolsó állításunkat, érdemes röviden bemutatnunk, hogy milyen jellegű műveletekkel foglalkozott harmincéves fennállása alatt, 1926 és 1956 között a Graham-Newman Corporation.*" Ezeket a műveleteket az alábbi kategóriákba soroltuk:

Arbitrázsok: Értékpapír vétele és vele egy időben egy vagy több olyan értékpapír eladása, amelyekre az előbbi reorganizációs terv, fúzió vagy hasonló piaci művelet keretében becsérték.

* Ahogy a 9. fejezethez írt kommentárokból bemutattuk, számos más oka is létezik annak, hogy a befektetési alapok képtelenek felülmúlni a piaci átlagokat. Ezek közé tartozik a készpénzállományukon elért alacsony hozam, illetve a részvények elemzésének és kutatásának, illetve a velük való kereskedés magas költségei. Egy, a portfóliójában 120 vállalat papírjait (ez a jellemző mennyiség) tartó alap csak bittel ütheti az S&P 500 részvényindex nyomát, ha az azt alkotó másik 380 részvény közül bármelyikük kimagasló teljesítményt nyújt. Minél kevesebb részvényt birtokol egy alap, annál valószínűbb, hogy lemarad „a következő Microsoftról”.

** Ebben a részben Graham - a 297-298. oldalakhoz hasonlóan - a hatékony piacok elméletét összegzi. A látszat ellenére napjainkban nem az a probléma a részvénypiaccal, hogy oly sok pénzügyi elemző ostoba, éppen ellenkezőleg, inkább az, hogy túl sok közöttük az okos. Ahogy egyre több és több ilyen ember kutat vételi lehetőségek után, ezek a lehetőségek pontosan a sok keresés miatt válnak egyre ritkábbá - és ez kegyetlen paradoxonként azt a látszatot kelti, mintha hiányozna az elemzőkből a munkájuk létjogosultságát igazoló hozzáértés. Egy adott részvény piaci értékelése a kollektív intelligencia átfogó, folyamatos és valós idejű működésének eredménye. Ez a kollektív intelligencia az idő nagy részében körülbelül pontos értékelést eredményez a részvények többségénél. A Graham által emlegetett „Piac úr” (lásd a 8. fejezetet) csak ritkán küld teljesen elhibázott árakat.

*** Graham 1936 januárjában alapította a Graham-Newman Corp.-t, és 1956-ban szüntette meg, amikor visszavonult az aktív vagyionkezeléstől; a Benjamin Graham Joint Account nevű társulás jogutódja volt. Ez utóbbi 1926 januárjától 1935 decemberéig működött.

Az intelligetis befektető

Felszámolások: Olyan részvények vásárlása, amelyek után az értékpapír tulajdonosa a vállalat eszközeinek felszámolása során készpénzkifizetés(ek)re számíthat.

Az e két kategóriába eső ügyletekbe azon kettős feltétel teljesülése esetén vágunk bele, hogy (a) a számított éves hozam eléri legalább a 20 százalékot, és (b) saját megítélésünk szerint a sikeres kimenetel esélye legalább 80 százalék volt.

Kapcsolódó fedezeti ügyletek (Related hedges): Átváltható kötvények vagy átváltható elsőbbségi részvények vásárlása, valamint ezzel egy időben olyan törzsrészvények eladása, amelyekre az előbbiek átválthatók voltak. A pozíciót paritáshoz közel vettük fel - vagyis legfeljebb egy kis veszteséget szenvedtünk el, ha az előresorolt értékpapírt ténylegesen át kellett váltani, és a műveletet így kellett lezárunk. Ám tisztes profitra tehetünk szert, ha a törzsrészvény az elsőbbségi részvényénél jóval nagyobb mértékben esett, és a pozíciót lezártuk a piacon.

Nettó eszközérték alatt forgó papírok („alkalmi vételek”): Az ötletünk az volt, hogy minél több olyan részvényt szerezzünk meg, amelyek a csupán a nettó forgóeszközök figyelembevételével számított könyv szerinti értékük alatt forognak - vagyis gyárüzemeiknek, berendezéseiknek és egyéb eszközeiknek semmilyen értéket nem tulajdonít a piac. Az ilyen papírokat jellemzően az így lecsupaszított eszközérték kétharmada körül vettük meg. A legtöbb évben - legalább 100 különböző részvény-megvásárlása által - átfogó diverzifikálást is sikerült megvalósítanunk e téren.

Itt kell megjegyeznünk, hogy időről időre nagy volumenű, a megcélzott vállalat felett irányítást biztosító akvizíciókat is végrehajtottunk, ám azok jelen fejezet témája szempontjából nem relevánsak.

Szorosan nyomon követtük a különböző kategóriájú ügyleteken elért eredményeket. Ezeknek az utánkötéseknek a következményeként felhagytunk két olyan általánosabb területtel, amelyekről azt találtuk, hogy összességében nem vezetnek kielégítő eredményekre. Az első: az olyan - általános elemzésünk alapján - vonzónak tűnő értékpapírok vásárlása volt, amelyeket a forgótőkék értékénél alacsonyabb áron nem lehetett megszerezni. A második az olyan „nem kapcsolódó” fedezeti ügyletek (unrelated hedging operations) voltak, amelyekben a megvásárolt értékpapírt nem lehetett átváltani az eladott törzsrészvényekre. (Az ilyen műveletek többé-kevésbé ahhoz hasonlítanak, amibe a befektetési társaságok egyik új csoportja, a „fedezeti alapok” a közelmúltban belefogtak.) A több mint tízéves időszak alatt realizált eredmények vizsgálata során arra a megállapításra jutottunk, hogy az ilyen ügyletek nyeresége nem volt eléggé megbízható, maguk az ügyletek pedig nem voltak kellően „fejfájásmentesek” ahhoz, hogy indokolt legyen folytami őket.

Ezért 1939-től kezdve működésünket az „önfelszámolásokra”, a kapcsolódó fedezeti ügyletekre, a forgótőke értéke alapján alkalmi vételeknek minősülő lehe-

* A „nem kapcsolódó” fedezeti ügylet az egyik vállalat által kibocsátott részvény vagy kötvény megvásárlásából, illetve egy másik társaság értékpapírjának rövidre eladásából (vagyis az árfolyamesésére való fogadásból) áll. A „kapcsolódó” fedezeti ügylet során ugyanazon vállalat különböző részvényeit vagy kötvényeit veszik meg, illetve adják el. A fedezeti alapok Graham által említett „új csoportja” 1968 körül széles körben elérhető volt, ám az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdefelügyelet későbbi szabályozása korlátozta a nagyközönség számára a fedezeti alapok igénybevételét.

tőségekre és néhány, a vállalat feletti irányítást biztosító tranzakcióra korlátoztuk. Innentől kezdve ezen kategóriák mindegyike viszonylag egyenletesen kielégítő eredményeket biztosított számunkra, azzal a jellegzetességgel, hogy a kapcsolódó fedezed ügyletek a medve piacok idején hozták a legcsinosabb nyereséget, pontosan akkor, amikor az „alulértékelt részvényeink” nem muzsikáltak olyan jól.

Vonakodnánk saját receptünket az intelligens befektetők nagyközönségének javasolni. Nyilvánvaló, hogy az általunk követett professzionális módszerek nem megfelelőek az óvatos befektető számára, aki definíció szerint amatőr. Ami a vállalkozó szellemű, agresszív befektetőket illeti, legfeljebb egy csekély kisebbségük rendelkezhet olyan vérmérséklettel, amely ahhoz szükséges, hogy figyelmüket az értékpapírok világának egy viszonylag szűk szeletére korlátozzák. A legaktívabb befektetők jobban szeretnek a szélesebb csatornákon szerencsét próbálni. Természetes vadászterületük azon értékpapírok teljes spektruma, amelyekről úgy érzik, hogy (a) a konzervatív mérőszámok alapján egyértelműen nem túlértékelték, és (b) kilátásaik vagy múltbeli eredményeik, esetleg mindkettő alapján határozottan vonzóbbnak tűnnek, mint az átlagos részvények. Ezek kiválasztásakor jól teszik, ha különböző, az óvatos befektetők számára általunk javasolt (vagy ahhoz hasonlóan működő) próbáknak vetik őket alá, hogy meggyőződjenek a papírok minőségéről, illetve árfolyamuk ésszerű szintjéről. Ugyanakkor sokkal kevésbé rugalmatlanul kell eljárniuk, megengedve például azt, hogy az egyik tényezőnél észlelt jelentős pozitívum ellensúlyozzon egy másik feltételnél szerzett fekete pontot. Például nem kell kizárni egy olyan vállalatot, amely egy, az 1970-hez hasonló évben veszteséget ért el, de az átlagos nyereség magas szintje és egyéb fontos jellemzők okán olcsónak tűnik. A vállalkozó szellemű befektető korlátozhatja választásait az olyan iparágakra és vállalatokra, amelyekről optimista nézeteket alakított ki, ám erősen ellenjavalljuk, hogy ilyen formájú lelkesedése okán (nyereségükhöz és eszközeikhez viszonyítva) magas árat fizessen a részvényeikért. Amennyiben követi az e téren vallott filozófiánkat, minden bizonnyal ciklikusan működő meghatározó vállalatokat - például acélrészvényeket - fog vásárolni minden olyan esetben, amikor az aktuális helyzet kedvezőtlen, a rövid távú kilátások gyengék, és az alacsony árfolyam teljes mértékben tükrözi a jelenlegi pesszimizmust."

Második kategóriájú vállalatok

A sorban a következő, megvizsgálásra és adott esetben kiválasztásra érdemes papírokat azon második kategóriájú vállalatok részvényei alkotják, amelyek megfelelnek az elvárásainknak, kielégítő múltbeli eredményeket tudnak felmutatni, de szemmel láthatóan nem képesek elvarázsolni a nagyközönséget. Olyan vállalatok tartoznak ide, mint például 1970-es záró áraikon az ELIRA vagy az Emhart (lásd 13. fejezet). Különféleképpen lehet ilyen vállalatokat felkutatni. Sze-

* A Graham gondolatmenetét követő intelligens befektető 2003-ban a technológiai és a telekommunikációs iparágakban, illetve az áramszolgáltatók között kutatna a megfelelő lehetőségek után. A történelem azt mutatja, hogy gyakran a tegnapi vesztesékből lesznek a holnap győztesei.

retnének most egy új megközelítést bemutatni, és kellően részletesen ismertetni a részvénykiválasztás ilyen folyamatát. Kettős célunk van ezzel. Számos olvasónk komoly gyakorlati értéket találhat ebben a módszerben, illetve hasonló, kipróbálásra érdemes metódusokhoz adhat ötletet. Ezen túlmenően abban is szeretnénk segítséget nyújtani, hogy olvasóink a részvények valódi világában is boldoguljanak, ezért megismertetjük őket az egyik leglenyűgözőbb és legértékesebb kis kiadvánnyal. Ez nem más, mint a Standard & Poor's havonta kiadott *Stock Guide* című útmutatója, amely éves előfizetés útján érhető el a nagyközönség számára. Kérésre számos bróker cég is eljuttatja ügyfeleinek a kiadványt.

A *Guide* legnagyobb részét a több mint 4500 vállalat részvényeiről összegyűjtött, körülbelül 230 oldalnyi, sűrített statisztikai információ adja. A különböző tőzsdéken jegyzett összes, hozzávetőleg 3000 részvény, illetőleg további mintegy 1500, tőzsdén nem forgalmazott értékpapír adatait találjuk itt. Az összeállítás szinte minden olyan adatot magában foglal, amelyre egy adott vállalatról első vagy akár második nekifutásra szükségünk lehet. (A mi szemszögünkben fontos, ám hiányzó adat a részvényenkénti nettó eszközérték vagy könyv szerinti érték, amelyet például a Standard & Poor's terjedelmesebb kiadványaiban találunk meg.)

A befektető, aki szereti a vállalati mutatókat böngészni, a hetedik mennyországból érezheti magát, ha kézbe veszi a kiadványt. Bármelyik oldalon üti is fel, szemei előtt a részvényt piac tündökléseinek és bukásainak sűrített panorámája tárul fel, sok egyéb mellett olyan adatokkal, mint egészen 1936-ig visszamenően a történelmi minimum- és maximumárfolyamok. Talál olyan vállalatokat, amelyek minimumárfolyama és történelmi csúcsa között 2000-szeres a különbség. (Az oly nagyra becsült IBM esetében „csak” 333-szoros volt ebben az időszakban a két szélsőérték közötti különbség.) Talál olyan céget, amelynek részvényei 0,375 dollárról 68-ra emelkedtek, majd visszaestek 3 dollárra - és ez egyáltalán nem rendkívüli.² A múltbeli osztalékfizetést mutató oszlopból láthatja, hogy van olyan társaság, amely 1791 óta fizet osztalékot - ez pedig nem más, mint az Industrial National Bank of Rhode Island (amely éppen a közelmúltban látta elérkezettnek az időt, hogy megváltoztassa ősi nevét).^{*} Ha befektetünk az 1969. évi kiadványt veszi kezébe, azt olvashatja, hogy a Penn Central Co. (a Pennsylvania Railroad jogutódja) 1848 óta folyamatosan fizet osztalékot; sajnos a vállalat néhány hónappal később csődbe ment. Talál olyan vállalatot, amely az utoljára jelentett nyereségének csupán a kétszeresén forog, és olyat is, amely annak a 99-szeresén.³ Az esetek többségében a vállalat neve nem sokat mond annak tevékenységéről; egy U.S. Steelre három olyan vállalat jut, mint az ITI Corp. (pékárúk) vagy a Santa Fe Industries (amely elsődlegesen egy nagy vasúttársaság). Gyönyörködhet a múltbeli árfolyamok, az osztalék és a nyereség, a pénzügyi helyzet, valamint a tőkeszerkezet ezerféle alakulásában. Erőlködő konzervativizmus, középszerű és jellegtelen vállalatok, az „elsődleges tevékenységek” legfurcsább kombinációi, Wall Street-i rafinéria mindenféle formában - mind itt vannak, és mind arra várnak, hogy átböngésszük, vagy komoly céllal tüzetesen megvizsgáljuk őket.

* Az Industrial National Bank of Rhode Island jogutódja a FleetBoston Financial Corp. Egyik jogelődje az 1791-ben alapított Providence Bank volt.

Ahol elérhető, a *Guides* külön oszlopokban közli az elmúlt 12 havi értékeken alapuló aktuális osztalékhozamot és az árfolyam/nyereség arányt. Ez az utóbbi az, amely elindít bennünket részvénykiválasztási feladatunk útján.

A Stock Guide leválogatása

Tegyük fel, hogy egyszerű, első ránézésre megállapítható jelet keresünk arra vonatkozóan, hogy egy részvény olcsó. Az első dolog, ami eszünkbe juthat, az előző időszaki nyereséghez viszonyítva alacsony árfolyam. Készítsünk előzetes listát azon részvényekből, amelyek 1970 végén a nyereségük legfeljebb kilencszeresét kitevő árfolyamon forognak. Ezt az adatot kényelmesen kiolvashatjuk a páros oldalak utolsó oszlopából. Szemléltetésképpen vegyük az első húsz ilyen alacsony szorzóval forgó részvényt; soruk a listán hatodik papírral, az Aberdeen Mfg. Co.-vel indul, amely 10,25 dolláron, vagyis az 1970 szeptemberében véget ért 12 hónapra jelentett 1,25 dolláros részvényenkénti eredmény kilencszeresén zárta az évet. A huszadik ilyen részvény az American Maize Products, amely 9,5 dolláron zárt, szintén 9-es árfolyam/nyereség hányadossal.

A vállalatok ezen csoportja olyan se hideg, se melegnek tűnik, és tízet közülük 10 dollár alatti árfolyamon jegyeznék. (Ez a tény nem igazán fontos; talán - de nem szükségszerűen - óvna az óvatos befektetőket egy ilyen listától, ám a vállalkozó szellemű befektetőknek összességében kedvező lehet ennek a kicsengése.)' Mielőtt tovább vizsgálódnánk, végezzünk néhány- számítást. Listánk az első 200 megvizsgált részvény körülbelül tizedét foglalja magában. Ennek alapján a *Guide* körülbelül 450 olyan vállalatot tartalmazhat, amely 10 alatti P/E hányadossal forog. Így elegendő számú jelöltünk marad a további válogatáshoz.

Vizsgáljuk meg hát listánkat néhány további feltétel alapján, amelyek igen hasonlóak az óvatos befektetőnek ajánlott kritériumainkhoz, ám nem olyan szigorúak. A következőket javasoljuk:

1. Pénzügyi helyzet: (a) A forgóeszközök legalább másfélszer meghaladják a rövid lejáratú kötelezettségeket, és (b) adósságállományuk nem több mint nettó forgóeszközök 110 százaléka (ipari vállalatok esetén).
2. Nyereség stabilitása: Veszteség nélküli működés a *Stock Guide* által lefedett utolsó öt év során.
3. Múltbeli osztalék: Fizessen valamennyi osztalékot az utóbbi időben.

* A mai befektetők számára valószínűleg részvényenként 1 dollár környékén lehet a határ- ez az a szint, amely alatt a részvények nagy részét „kivezetik” a tőzsdéről, vagyis a vezető tőzsdéken való kereskedéshez alkalmatlannak minősítik. Pusztán eme vállalatok részvényárfolyamának figyelemmel követése is komoly erőfeszítést igényelhet, így az óvatos befektető számára nem célravezető. Az alacsony árfolyamú részvények kereskedési költsége igen magas lehet. Végül, de nem utolsósorban, a nagyon alacsony árfolyamú részvényeknek megvan az az aggasztó szokása, hogy hajlamosak beszüntetni a működésüket. Ennek ellenére az ilyen „ijesztő” vállalatok tucatjaiból álló diverzifikált portfólió ma is vonzóan tűnhet egyes vállalkozó szellemű befektetők szemében.

Az intelligens befektető

4. Nyereségnövekedés: Az előző év nyeresége haladja meg az 1966. évit.
5. Árfolyam: Kevesebb mint az anyagi eszközök nettó értékének 120 százaléka.

A *Guide* által közölt nyereségadatok jellemzően az 1970. szeptember 30-án véget ért időszakra vonatkoznak, így nem tartalmazzák annak az évnek az utolsó, valószínűsíthetően rossz negyedévét. Ám az intelligens befektető nem vágyakozhat a lehetetlenre - legalábbis nem kezdheti azzal. Figyeljük meg, hogy a vállalatméretre vonatkozóan nem határoztunk meg alsó határértéket. A kisvállalatok is kellő biztonságot nyújthatnak, ha körültekintően és diverzifikáltan vásároljuk őket.

Újabb öt kritériumunk alkalmazása után 20 jelöltünk közül mindössze öt marad. Folytassuk tovább a keresést, amíg a *Guide* első 450 részvényéből a hat feltételünknek megfelelő, 15 részvényből álló kis „portfoliót” nem kapunk. (A 15 ilyen részvény listáját, illetve néhány fontos adatát a következő *táblázat* tartalmazza.) A csoportot természetesen csak illusztráció gyanánt mutatjuk be, képzeletbeli befektetőnk nem szükségszerűen ezeket a papírokat választotta volna.

Tény és való, hogy a módszerünket követő befektető a részvények sokkal terjedelmesebb listájáról választhatná ki a neki tetsző papírokat. Ha válogatási módszerünket a *Stock Guide*-ban szereplő mind a 4500 vállalatra alkalmaztuk volna, és az első tíz százalékuknál megfigyelhető arány a teljes lista esetében érvényes lenne, akkor körülbelül 150 olyan részvényt kapnánk, amely mind a hat kiválasztási feltételünknek megfelel. A vállalkozó szellemű befektető saját megítélése - preferenciái vagy éppen előítéletei - szerint végezhet egy harmadik leválogatást, megtartva mondjuk minden ötödik papírt ezen terjedelmes listáról.

A *Stock Guide* által közölt információk között találjuk az egyes vállalatok besorolását, amelynek alapja az elmúlt nyolc évben elért nyereségük és az osztalékuk stabilitása, illetve növekedése. (Vagyis az *árfolyam* vonzereje itt nem lép be a képbe.) Az S&P besorolását a 25.2. *táblázatunk* is tartalmazza. A tizenötből tíz papír B+ (= átlagos), egy pedig – az American Maize - A (kiváló) besorolást kapott. Ha vállalkozó kedvű befektetőnk egy hetedik mechanikus kritérium hozzáadásával kívánja szűkíteni a megfelelő részvények körét úgy, hogy az csak a Standard & Poor's által átlagosnak vagy annál jobbnak minősített papírokat tartalmazza, még mindig körülbelül 100 vállalat közül választhat. Kijelenthető, hogy a legalább átlagos minőségű, a pénzügyi helyzetre vonatkozó feltételeknek is megfelelő, a jelenlegi nyereség alacsony szorzószámával forgó és eszközérték alatt megvásárolható részvények elfogadható biztonsággal ígérnek kielégítő befektetési eredményeket.

Részvénykiválasztási alapelvek a vállalkozó szellemet befektető számára

15.1. táblázat: Alacsony szorzóval forgó ipari vállalatok mintaportfóliója
(Az 1971. december 31-ei Stock Guide első tizenöt, a hat feltételnek megfelelő vállalata)

	Árfolyam, 1970. december (dollár)	Előző 12 havi egy részvényre jutó eredmény (dollár)	Könyv szerinti érték (dollár)	S&P minősítés	Árfolyam, 1972. február (dollár)
Aberdeen Mfg.	10,25	1,25	9,33	B	13,75
Alba-VValdensian	6,375	0,68	9,06	B+	6,375
Albert's, Inc.	8,5	1,00	8,48	n. b. ^a	14
Allied Mills	24,5	2,68	24,38	B+	18,25
Am. Maize Prod.	9,25	1,03	10,68	A	16,5
Am. Rubber & Plastics	13,75	1,58	15,06	B	15
Am. Smelt. & Ref.	27,5	3,69	25,30	B+	23,25
Anaconda	21	4,19	54,28	B+	19
Anderson Clayton	37,75	4,52	65,74	B+	52,5
Archer-Daniels- Mid.	32,5	3,51	31,35	B+	32,5
Bagdad Copper	22	2,69	18,54	n. b.*	32
D. H. Baldwin	28	3,21	28,60	B+	50
Big Bear Stores	18,5	2,71	20,57	B+	39,5
Binks Mfg.	15,25	1,83	14,41	B+	21,5
Bluefield Supply	22,25	2,59	28,66	n. b. ^a	39,5 ^b

^an. b. = nincs besorolás.

^bRészvényfelaprózásnak megfelelően kiigazított érték.

Részvényválasztás egyetlen kritérium alapján

A kíváncsi olvasó kérdezhetné, hogy vajon az imént vázoltnál egyszerűbben nem lehetne-e egy, az átlagosnál jobb portfóliót kiválasztani. Nincs olyan egyetlen meggyőző kritérium - például az alacsony árfolyam/nyereség arány, a magas osztalékhozam vagy a nagy eszközérték -, amely eredményesen alkalmazható? Két ilyen módszer, amelyről azt állapíthattuk meg, hogy hosszabb távon egységesen jó eredményt képes nyújtani: (a) a meghatározó (például a DJIA indexet alkotó) vállalatok közül az alacsony szorzóval forgó részvények megvásárlása, és (b) a vállalat forgóeszközének (vagy forgótőkéjének) nettó értéke alatt forgó részvényekből álló, diverzifikált portfólió összeállítása. Már rámutattunk, hogy ha valaki 1968 végén alkalmazta az alacsony szorzószám feltételét a DJIA index papírjaira, csúnya eredményekkel volt kénytelen szembesülni 1971 közepén. Korántsem járt ilyen

rossz eredménnyel a részvényeknek a forgótőke értéke alatti árfolyamon történő megvásárlása; a probléma itt abban rejlik, hogy az elmúlt évtized során az ilyen lehetőségek nagy része egyszerűen felszívódott.

Mi a helyzet más feltételekkel? A könyv írásakor olyan „kísérletek” sorát végeztük el, amelyek mindegyike egyetlen, viszonylag nyilvánvaló kritériumon alapult. Az ezekhez szükséges adatok könnyedén elérhetők a Standard & Poor's *Stock Guide* című kiadványában. Minden esetben azt feltételeztük, hogy egy harminc részvényből álló portfóliót szereztünk be az 1968-as záró árakon, majd megvizsgáltuk annak az 1971. június 30-ai árfolyamokkal számolt értékét. Az alábbi egyedi feltételeket alkalmaztuk az egyébként véletlenszerűen kiválasztott papírokra: (1) Az előző időszak nyereség alacsony szorzója (nem korlátozva a DJIA-papírokra). (2) Magas osztalékhozam. (3) Nagyon hosszú osztalékfizetési múlt. (4) A forgalomban lévő részvények száma alapján igen nagy vállalat. (5) Erős pénzügyi helyzet. (6) Számszerűen alacsony részvényárfolyam. (7) Az előző maximumárfolyamhoz képest alacsony árfolyam. (8) A Standard & Poor's által adott kiváló besorolás.

Fontos megjegyezni, hogy a *Stock Guide*-ban a fenti feltételek mindegyikéhez legalább egy adatszlop tartozik. Ez a kiadó azon meggyőződését jelzi, hogy mindegyik fontos szerepet játszik a részvények elemzésében és kiválasztásában. (Ahogy korábban már jeleztük, még egy adatot szeretnénk látni a kiadványban: az egy részvényre jutó nettó eszközértéket.)

A különböző vizsgálatainkból adódó legfontosabb megállapítás a véletlenszerűen megvásárolt részvények teljesítményéhez kapcsolódik. Három, egyenként harminc részvényből álló portfólió teljesítményét vizsgáltuk meg. Mindhárom portfóliót olyan papírokból állítottuk össze, amelyek az 1968. december 31-es *Stock Guide* első részében szerepeltek, és az 1971. augusztus 31-ei kiadásában is megtalálhatók voltak. E két időpont között az S&P index értéke gyakorlatilag változatlan marad, a DJIA azonban körülbelül 5 százalékot gyengült. Ám a kilencven véletlenszerűen kiválasztott részvényünk átlagosan 22 százalékot esett, ráadásul ebben a *Guide*-ből kikerült - s minden valószínűség szerint még nagyobb veszteséget elszenvedő - tizenkilenc még nincs is benne. Ezekből az egymáshoz viszonyított eredményekből egyértelműen látszik az alacsonyabb minőségű, kisebb papírok azon hajlama, hogy bika piacok idején viszonylag túlértékeltnek bizonyulnak, és az azt követő visszaesés során ráadásul nemcsak hogy komolyabb veszteséget kénytelenek elkönyvelni, mint az erősebb részvények, hanem a visszapattanásuk is késve, sőt sok esetben egyáltalán nem következik be. A tanulság az intelligens befektető számára természetesen az, hogy kerülje portfóliója összeállításakor a második kategóriájú részvényeket, kivéve, ha azok - a vállalkozó kedvű befektető számára - egyértelműen alkalmi vételnek mutatkoznak.

A portfóliók vizsgálatából összegyűjtött további eredmények így összegezhetők: Az S&P indexnél (és így a DJIA-nél is) jobb eredményt csak három vizsgált csoport tudott felmutatni, nevezetesen: (1) A legmagasabb besorolású (A+) ipari vállalatok. Ezek 9,5 százalékot emelkedtek az adott időszak során, míg az S&P ipari index 2,4, és a DJIA 5,6 százalékkal csökkent. (A tíz A+ besorolású közműrészvény azonban

az S&P közműindex 55 részvényének 14 százalékos gyengüléséhez képest 18 százalékot esett.) Érdeemes megemlíteni, hogy ebben a tesztben kiválóan vizsgázott az S&P által adott besorolás. A magasabb besorolású papírokból álló portfólió minden esetben jobban teljesített, mint az alacsonyabb besorolású részvények alkotta társai. (2) A több mint 50 millió darab forgalomban lévő részvénnyel rendelkező vállalatok értéke az indexek kismértékű visszaesése ellenére összességében nem változott. (3) Elég furcsa, de a magas árfolyamon (100 dollár felett) forgó részvények mérsékelt (1 százalékos) emelkedést tudtak felmutatni.

Különböző vizsgálataink közül az egyiket a könyv szerinti érték alapján végeztük, amely adatot a *Stock Guide* nem tartalmazza. Itt arra a megállapításra jutottunk, hogy - befektetési politikánkkal ellentétben - az egyszerre nagyméretű és piaci árfolyamukban jelentős goodwill komponenst tartalmazó vállalatok összességében igen jól teljesítettek a két és fél éves tartási időszakban. (A „goodwill komponens” alatt az árfolyam könyv szerinti érték feletti részét értjük.) A „goodwill-óriások” alkotta listánkat 30 részvényből állítottuk össze, amelyek mindegyike egymilliárd dollárnál nagyobb értékű goodwill komponenssel rendelkezett, és ez piaci árfolyamuk több mint a felét adta. Ezeknek a goodwill típusú tételeknek a teljes piaci értéke 1968 végén a 120 milliárd dollárt is meghaladta! Az optimista piaci értékelés ellenére a csoport egésze több mint 15 százalékos árfolyam-emelkedést produkált az 1968 decembere és 1971 augusztusa közötti időszakban, és a legjobb teljesítményt nyújtotta a valamivel több mint húsz vizsgált lista közül.

Egy ilyen ténytet egyszerűen nem szabad figyelmen kívül hagyni a befektetési politika kialakítása során. Nyilvánvaló, hogy azok a vállalatok, amelyeket nagy méret, kiváló múltbeli eredmények és az elmúlt években erős részvénytői jelenlét jellemmez, illetve a közvélemény a jövőre nézve is nyereségük folytatódó növekedésére számít, legalábbis jelentős mértékű *lendülettel* bírnak. Még akkor is, ha árfolyamuk kvantitatív vizsgálódásaink alapján túlzottnak tűnhet, a mögöttük álló piaci lendület többé-kevésbé korlátlan ideig magával ragadhatja ezeket a papírokat. (Természetesen ez a feltételezés nem vonatkozik a kategória összes egyedi értékpapírjára. A goodwill terén vitathatatlanul vezető IBM például 315 dollárról 304-re gyengült a vizsgált 30 hónapos időszakban.) Nehéz megítélni, hogy a mutatott kiváló piaci teljesítmény milyen mértékben tudható be a „valódi”, azaz objektív befektetési értékeknek, és milyen mértékben köszönhető a hosszú ideje fennálló népszerűségnek. Kétségkívül mindkét tényező fontos szerepet játszik itt. Nyilvánvaló, hogy a goodwill-óriások mind hosszú távú, mind közelmúltbeli piaci szereplésük okán helyet követelnének maguknak egy diverzifikált részvényportfólióban. Mi azonban továbbra is más típusú papírokat fogunk előnyben részesíteni, amelyek kedvező befektetési tényezők kombinációjával jellemezhetők, köztük például a piaci ár legalább kétharmadát kitevő eszközértékkel.

Az egyéb kritériumok alapján végzett vizsgálatok általában véve azt mutatják, hogy az egyetlen pozitív tényező alapján véletlenszerűen összeállított listák jobb

* Graham fogalmai szerint a jelentős mértékű goodwill két okból eredhet: egy társaság lényegesen drágábban tud megszerezni más vállalatokat, mint azok eszközértéke, vagy részvényeivel jóval a könyv szerinti értékük felett kereskednek.

eredményeket tudtak felmutatni, mint a negatív tényező alapján, szintén véletlenszerűen összerakott portfóliók - például az alacsony szorzóval forgó értékpapírok kevesebbet veszítettek értékükből, mint a magas szorzójú részvények, és a hosszú távú osztalékfizetők visszaesése kisebb volt, mint az 1968-ban osztalékot nem fizető vállalatoké. Ilyen tekintetben az eredmények alátámasztják azon javaslatunkat, amely szerint a kiválasztott részvényeknek meg kell felelniük a kvantitatív, azaz mérhető feltételek adekvát kombinációjának.

Végezetül egy megjegyzést kell tennünk annak okán, hogy listáink összességében véve jóval gyengébben muzsikáltak, mint az árfolyamrekordot felmutató S&P index. Az index a benne lévő vállalatok mérete szerint súlyozott, míg vizsgálataink esetében mindegyik vállalatból egyetlen részvényt vettünk alapul. Nyilvánvalóan az S&P módszerével az óriásvállalatok nagyobb súlyt képviselnek, ami egyrészt komoly különbségeket idézett elő az eredményekben, másrészt újra felhívta a figyelmet a közepes vállalatokénál nagyobb árfolyam-stabilitásukra.

Alkalmi vételek, azaz nettó eszközérték alatt forgó részvények

A fent ismertetett vizsgálódásaink nem tartalmazták a forgóeszközök nettó értéke alatti árfolyamon forgó 30 részvény megvételének az eredményét. Ennek oka, hogy 1968 végén legfeljebb néhány olyan részvényt találtunk a *Stock Guide*-ban, amelyek megfeleltek ennek a feltételnek. Ám az 1970-es piaci esés megváltoztatta a képet, és annak az évnek az alacsony árfolyamain már szép számban találtunk olyan papírokat, amelyeket a forgótőkék értéke alatt vásárolhattunk meg. Ahogy mindig, most is nevenségesen egyszerűnek tűnik azt mondani, hogy ha valaki a forgóeszközök - az elősorolt követelések levonása után, a befektetett és egyéb eszközök értékét *nullának* számolva kapott - nettó értéke alatti árfolyamon vásárolt részvényekből állít össze diverzifikált portfóliót, akkor nagyszerű eredményeket kell, hogy elérjen. Tapasztalataink mindazonáltal azt mutatják, hogy az igazán embert próbáló 1930-1932-es időszak kivételével ez több mint harminc éven át - mondjuk, 1923 és 1957 között - valóban így volt.

Van-e ennek a megközelítésnek bármilyen jelentősége 1971 elején? Válaszunk egyértelmű „igen”. A *Stock Guide* gyors átfutása után azt látjuk, hogy körülbelül 50 olyan részvény van, amely nettó forgóeszközértékén vagy az alatt szerezhető meg. Ahogy arra számítani lehetett, jó néhány közülük igen gyengén teljesített a nehéz 1970-es esztendőben. Ha kihagyjuk az előző 12 hónapos időszakban nettó veszteséget jelentőket, akkor is elegendő részvény marad ahhoz, hogy diverzifikált listát állítsunk össze belőlük.

A 15.2. táblázat öt olyan részvényről közöl adatokat, amely az 1970-es *minimum*árfolyamán forgótőkéje értékénél' alacsonyabb árfolyamon mozgott. Ezek jól tükrözik a részvényárfolyamok ingadozásainak a természetét. Hogyan történhet

* A forgótőke egy részvényre jutó értéke a szó szoros értelmében a forgóeszközök rövid lejáratú kötelezettségeivel csökkentett értéke osztva a forgalomban lévő részvények számával. Graham itt azonban a „forgótőke nettó értékéről” beszél, amely a forgóeszközöknek az összes kötelezettséggel csökkentett értéke osztva a részvények számával.

Részvénykiválasztási alapelvek a vállalkozó szellemet befektető számára

meg az, hogy régóta működő vállalatokat, amelyek márkanévei minden amerikai háztartásban előfordulnak, ilyen alacsonyra értékel a piac - más társaságok (amelyek nyeresége természetesen magasabb ütemben nő) ugyanakkor több milliárd dollárral a mérleg szerinti értékük felett forognak? Gondoljunk megint a „régidőkre”, amikor a goodwillt mint az immateriális értékek egyik elemét jellemzően a „márkanévhez” társították. Az olyan neveket, mint ágyneműk esetén a Lady Pepperell, fürdőruhában a Jantzen vagy a tollak között a Parker, valóban értékes eszköznek tekintették. Ám ma, ha a „piac nem kedvel egy vállalatot”, akkor nemcsak a híres márkanéveket, hanem az ingatlanokat, az épületeket, a gépeket és még ki tudja mi mást hajlamos értéktelennek tekinteni. Ahogy Pascal mondta: „a szívnek megvan a maga ésszerűsége, amit az értelem egyáltalán nem ismer.” A „szív” helyére helyettesítsük be a „Wall Streetet”.

15.2. táblázat: 1970-ben forgóeszközök nettó értékén vagy az alatt forgó vezető vállalatok részvényei (dollár)

Vállalat	1970-es árfolyam	Egy részvényre jutó nettó forgó- eszközérték	Egy részvényre jutó könyv szerinti érték	Egy részvényre jutó nyereség, 1970	Jelenlegi osztalék	1970 előtti maximum- árfolyam
Cone Mills	13	18	39,3	1,51	1,00	41,5
Jantzen, Inc.	11,125	12	16,3	1,27	0,60	37
National Presto	21,5	27	31,7	6,15	1,00	45
Parker Pen	9,25	9,5	16,6	1,62	0,60	31,75
West Point Pepperell	16,25	20,5	39,4	1,82	1,50	64

Felmerül egy másik ellentmondás is. Amikor a hangulatjó, és az új kibocsátások könnyen értékesíthetők, felbukkannak a gyenge minőségű részvények is. Gyorsan találnak maguknak vevőket; a közvetlenül a kibocsátásuk után megfigyelhető lelkesedés az eszközértékükhöz és nyereségükhöz képest gyakran olyan magasságba repíti árfolyamukat, hogy amellet még az IBM, a Xerox és a Polaroid is elbújhat. A Wall Street ezt az örültséget egészen természetesnek veszi, és senki semmilyen erőfeszítést nem tesz, hogy az árfolyamok elkerülhetetlen összeomlása előtt véget vessen a dolognak. (A SEC annál többet nem tehet, mint hogy kötelezővé teszi az információ közzétételét, amelyet a spekulatív nyilvánosság a legcsekélyebb mértékben sem vesz figyelembe, illetve bejelenti, hogy vizsgálódásba kezd, majd jellemzően enyhe büntetéseket szab ki, ha a jogszabályokat egyértelműen megszegtek.) Amikor ezek a nagyon apró, ám irgalmatlanul felfújott vállalatok eltűnnek a színről, mindezt eléggé filozofikus hangvétellel a „játék

* *Le coeur a ses raisons que la raison ne connaît point.* Ez a költői passzus a nagy francia teológus később „Pascal fogadása” néven ismertté vált keresztény érveléséből származik (lásd a 20. fejezethez írt kommentárt).

részének" tekintik. Mindenki esküdjözik, hogy felhagy az ilyen megbocsáthatatlan könnyelműsködéssel - és ezt egészen a következő alkalomig tartja is.

Köszönjük a leckét, mondhatja a kedves olvasó. De mi a helyzet az „alkalmi vételeinkkel”? Tényleg lehet velük komoly kockázat vállalása nélkül is pénzt keresni? Igen, *amennyiben* elegendőt találunk belőlük ahhoz, hogy diverzifikált portfóliót alkossanak, és *amennyiben* nem veszítjük el a türelmünket, ha nem azonnal a megvételük után kezd el emelkedni az árfolyamuk. Esetenként annyi türelemre lehet szükség, ami már próbára teheti az embert. Előző kiadásunkban megkockáztattunk egy konkrét, a könyv írása idején aktuális példát (a 188. oldalon). A Burton-Dixie Corp. nevű vállalat esete volt, amelynek részvényei a 30 dolláros nettó forgóeszközértékkel és az 50 dolláros könyv szerinti értékkel szemben 20 dolláron forogtak. Az ügylet nyereségét egyáltalán nem rövid időn belül lehetett learatni. Ám 1967 augusztusában 53,75 dollárt ajánlottak a részvényeseknek papírjaikért, ami körülbelül az akkori könyv szerinti értéknek felelt meg. Egy türelmes befektető, aki 1964 márciusában 20 dollárért megvette és tartotta a papírt, 165 százalékos profitot zsebelhetett be három és fél év alatt - ami kamatos kamat nélkül számolva évi 47 százalékos nyereséget jelent. Tapasztalataink szerint az alkalmi vételek többségénél nem tart ilyen sokáig, hogy megfelelő nyereséget érjünk el rajtuk - igaz, ilyen magas hozam sem jellemző az esetükben. Ha némiképpen hasonló, a jelen kiadás írása idején aktuális példát szeretnénk kapni, olvassuk el a National Presto Industriesről korábban leírtakat (137. oldal).

Különleges helyzetek vagy „behajtások”*

Engedje meg az olvasó, hogy röviden érintsük ezt a témát, hiszen elméletileg ez is a vállalkozó szellemű befektető területei közé sorolható. Korábban már volt szó az ilyen műveletekről. A következőkben idevágó példákat szeretnénk bemutatni, illetve néhány további megjegyzést arról, hogy mit is kínálnak a széles látókörű és felkészült befektetőnek.

Három, 1971 elején aktuális eset a következőképpen foglalható össze:

1. ESET: a Kayser-Roth akvizíciója a Borden által. 1971 januárjában a Borden, Inc. bejelentette arra vonatkozó tervét, hogy egy darab Kayser-Roth-részvényt cserébe saját papírjaiból egy és egyharmadot ad, így kíván irányítást biztosító részesedést szerezni a Kayser-Rothban. A következő napon, nagy forgalom mellett a Borden 26, a Kayser-Roth pedig 28 dolláron zárt. Ha egy befektető ezeken az árakon vásárolt volna 300 darab Kayser-Roth-részvényt, és eladott volna 400 darab Borden-részvényt, és a későbbiekben az ügylet a bejelentett feltételek mellett megvalósult volna, akkor a jutalékokat és egyéb költségeket nem számítva 24 százalékos profitot tehetett volna zsebre. Feltételezve, hogy az ügylet hat hónapon belül megvalósult, a tényleges nyeresége éves szinten 40 százalék körül lehetett volna.

* Ahogy a 7. fejezetben már jeleztük, a „workout” kifejezés az erőfeszítésre, elvégzendő munkára utal, amellyel a régebben lejárt követelésekből újra pénzt lehet „kidolgozni” - A ford.

2. ESET: 1970 novemberében a National Biscuit Co. részvényenként 11 dollár készpénzt ajánlott fel, hogy irányítást biztosító részesedésre tegyen szert az Aurora Plastics Co. nevű vállalatban. Ennek részvényei körülbelül 8,5 dolláron forogtak; a hónapot 9 dolláron zárták, és az év végéig ezen árfolyam környékén kereskedtek a papírral. Itt a várható bruttó nyereség eredetileg 25 százalék körül volt, fennállt azonban a tranzakció nem teljesülésének és az időtényezőnek a kockázata.

3. ESET: A Universal-Marion Co., amely befejezte üzleti működését, felkérte részvényeseit, hogy adják áldásukat a vállalat felszámolására. A vállalat könyvelői jelezték, hogy a saját tőke könyv szerinti értéke részvényenként körülbelül 28,5 dollár, amelynek jelentős része likvid eszközökben van. A részvény 21,5 dolláron zárta az 1970-es évet, így - amennyiben a könyv szerinti érték realizálható lesz a felszámolás során - akár 30 százalék feletti bruttó nyereség is elképzelhető.

Ha az ilyen típusú, a kockázat terítése érdekében diverzifikált alapon végzett műveletektől körülbelül 20 százalékos vagy még magasabb éves hozam várható, akkor vitán felül érdemes foglalkozni velük. Mivel ez a könyv nem az ilyen „különleges helyzetekről szól”, nem fogunk ennek az üzletnek - hiszen valóban különálló üzletágról van szó - a részleteibe belemenni. Mégis engedje meg az olvasó, hogy felhívjuk figyelmét a közelmúlt két egymásnak ellentmondó fejleményére. Egyfelől a potenciálisan szóba jöhető ügyletek száma lényegesen megnövekedett a, mondjuk, tíz évvel korábbihoz képest. Ez annak a következménye, amit nevezhetünk a vállalatok hóbortjának, hogy különféle felvásárlások útján diverzifikálják tevékenységüket. A „fúziók bejelentésének” száma mintegy 5000-et tett ki 1970-ben, ami valamivel elmarad az előző évi 6000-től. Ezeknek az ügyleteknek az összértéke sok-sok milliárd dollárra rúg. A mintegy 5000 bejelentésnek talán csak egy kis töredéke kínált egyértelmű vételi lehetőséget a különleges helyzetekre szakosodott befektetőnek, ám még ez is kellően sok ahhoz, hogy lefoglalja őt ennek a területnek az állandó vizsgálatával, illetve kiválassza az ígéretes lehetőségeket.

Másfelől a bejelentett fúziók egyre nagyobb aránya hiúsul meg. Az ügylet elmaradása esetén a befektető természetesen búcsút mondhat a megcélzott profitnak, és igen valószínű, hogy helyette többé-kevésbé komoly veszteséggel kénytelen szembesülni. A kudarcnak számtalan oka lehet, köztük a versenyhivatal beavatkozása, a részvényesek ellenkezése, a „piaci feltételek” megváltozása, a további vizsgálatok kedvezőtlen eredménye, a tárgyalófelek nem képesek megállapodni a részletekben, és így tovább. A trükk itt természetesen abban rejlik, hogy a megfelelő tapasztalat birtokában képesek legyünk kiválasztani a legnagyobb valószínűséggel sikerre vezető ügyleteket, illetve azokat, amelyek meghíúsulásuk esetén a legkisebb veszteséget eredményezik.*

* Ahogy a 7. fejezethez írt kommentárokból jeleztük, a fúziós arbitrázs az egyéni befektetők többsége számára egyáltalán nem megfelelő.

Az intelligens befektető

További megjegyzések a fenti példákhoz

KAYSER-ROTH. A vállalat igazgatói már a fejezet írása idején (1971 januárjában) elutasították a Borden ajánlatát. A tranzakció meghiúsulása esetén a teljes, a jutalékokat is tartalmazó veszteség a Kayser-Roth-részvények költségének körülbelül 12 százalékára rúgott volna.

AURORA PLASTICS. A vállalat 1970-es gyenge eredményei miatt a felvásárlási feltételeket újratárgyalták, és 10,5 dollárra mérsékelték a részvényekért felajánlott árat. A papírokért május végén fizettek. A realizált éves hozam 25 százalék körül volt.

UNIVERSAL-MARION. A vállalat rövid időn belül végrehajtott egy részvényenként mintegy 7 dollár értékű, készpénz és részvény formájában történő osztalékfizetést, ami körülbelül 14,5 dollárra csökkentette a befektetés értékét. A piaci ár ezt követően azonban 13 dollárra esett, így kétségessé vált a felszámolás végkimenetele.

Ha feltételezzük, hogy a három fent példát viszonylag reprezentatív képet ad az 1971-ben meglévő „behajtási vagy arbitrázslehetőségekről”, akkor véletlenszerű alapon kiválasztva egyértelműen nem tűnnek vonzónak. Ez minden eddiginél inkább a professzionális befektetők területévé vált, amely kellő tapasztalatot és értékítéletet kíván.

Egy érdekes mellékszál a Kayser-Roth példájában: 1971 folyamán a papír árfolyama 20 dollár alá esett, miközben a Borden 25 dolláron forgott, ami a cse-reajánlat feltételei mellett 33 dolláros Kayser-Roth-árfolyamnak felelt volna meg. Úgy látszik, hogy vagy az igazgatók követtek el nagy hibát, amikor elutasították az ajánlatot, vagy a Kayser-Roth részvényeit értékelte ekkor súlyosan alul a piac. Ez mindenképpen olyan valami, amivel az értékpapír-elemzőnek foglalkoznia érdemes.

Kommentár a 15. fejezethez

Könnyű a világban a többiek véleménye szerint élni; könnyű a magányban a magunk véleménye szerint; a nagy ember azonban a tömeg közepette is teljes elégedettséggel megőrzi a magány függetlenségét.

(Ralph Waldo Emerson)

Gyakorolni, gyakorolni, gyakorolni

Max Heine, a Mutual Series Funds alapítója mondogatta, hogy „sok út visz Jeruzsálembe”. A kiváló befektetési szakember ez alatt azt értette, hogy nem az ő értékközpontú részvényválogatási módszere az egyetlen lehetőség a sikeres befektető számára. Ebben a fejezetben több olyan technikát is áttekintünk, amelyet napjaink egyes vezető portfóliókezelői a részvények kiválasztásához használnak.

Először azonban érdemes megismételni: a legtöbb befektető számára nem szükséges egyedi részvényeket kiválasztani - sőt, talán nem is tanácsos. Az, hogy a profik nagy része gyenge teljesítményt nyújt ezen a területen, egyáltalán nem azt jelenti, hogy az amatőrök többsége jobban tudná csinálni. Akik megpróbálkoznak részvényeket választani saját maguknak, többségében rájönnek, hogy nem olyan jók ezen a területen, mint ahogy gondolták; a szerencsésebbek hamarabb felismerik ezt, míg a kevésbé szerencsésekknek évekre van szükségük ehhez. A befektetők csupán kis százaléka tudja tőkélyre fejleszteni a részvénykiválasztást. Mindenki más jobban jár, ha segítséget kér, ideális esetben egy indexalap formájában.

Graham azt tanácsolta a befektetőknek, hogy gyakoroljanak először, ahogy a legnagyobb sportolók és zenészek is edzenek, illetve próbálnak minden egyes fellépés előtt. Azt javasolta, hogy kezdésként töltsünk el egy évet a részvények figyelésével és kiválasztásával (ám ne igazi pénzzel tegyük ezt).¹ Graham idejében ez úgy nézett volna ki, hogy egy füzetben tartjuk nyilván a feltételezett vételeket és eladásokat - napjainkban mindehhez már igénybe vehetjük a „portfólió-nyilvántartó” segédalkalmazásokat, amelyeket olyan oldalakon érhetünk el, mint a www.morningstar.com, a <http://finance.yahoo.com>, a <http://money.cnn.com/services/portfolio/> vagy a www.marketocracy.com (ez utóbbinál hagyjuk figyelmen kívül a saját alapjait és egyéb szolgáltatásait méltató, a „piacot legyőzni” típusú öntömjénezést).

1 Patricia Dreyfus, „Investment Analysis in Two Easy Lessons” (interjú Grahammal), *Money*, 1976. július, 36. oldal.

Kommentár a 14. fejezethez

Azzal, hogy módszereinket a valódi pénzzel történő kereskedés előtt elméletben teszteljük, tényleges anyagi veszteség nélkül követhetünk el hibákat, kialakíthatjuk magunkban a gyakori kereskedés elkerüléséhez szükséges fegyelmet, összehasonlíthatjuk megközelítésünk eredményét a vezető portfólió-kezelőkével, és megállapíthatjuk, hogy mi a számunkra legjobban működő módszer. Ami a legszebb az egészben, hogy döntéseink következményét nyomon követve kénytelenek leszünk szembesülni azzal, hogy megérzéseink egy része elkerülhetetlenül súlyos tévedésnek fog minősülni. Ez pedig arra kényszerít, hogy a sikereinkből és a kudarcainkból egyaránt okuljunk. Egy év után vessük össze eredményünket azzal, hogy mi lett volna, ha minden pénzünket egy, az S&P 500 indexet követő alapba tettük volna. Ha nem leltük örömeinket a dologban, vagy gyengén muzsikáltak azáltalunk kiválogatott papírok, semmi gond - az egyedi részvények kiválasztása nem nekünk való. Vásároljunk indexkövető alapot, és ne vesztegezzük tovább az időt a részvények válogatásával.

Ha élveztük a kísérletet, és kellően jó hozamokat értünk el, fokozatosan állítsuk össze a részvényekből álló kosarat - ám korlátozzuk azt teljes portfólióunk legfeljebb 10 százaléka (a többi pénzünket pedig tartjuk indexkövető alapban). És ne feledjük: bármikor abba hagyhatjuk, ha már nem köt le a dolog, vagy a hozamaink rosszra fordulnak.

Aki keres, talál

Hogyan kezdjük neki a potenciálisan ígéretes részvények felkutatásának? Az olyan weboldalakon, mint a <http://finance.yahoo.com> és a www.morningstar.com, a 14. fejezetben javasolt statisztikai mutatók alapján szűrhetjük a részvényeket. Vagy követhetünk nagyobb türelmet igénylő, szakmaibb megközelítést is. A legjobb professzionális befektetők - az emberek többségével ellentétben - akkor kezdenek el érdeklődni egy vállalat iránt, amikor annak árfolyama lemegy, nem pedig, amikor az egekben szárnyal. Olyan alapkezelők, mint Christopher Browne (Tweedy Browne Global Value Fund), William Nygren (Oakmark Fund), Robert Rodriguez ÍFPA Capital Fund) és Robert Torray (Torray Fund), mind azt tanácsolják, hogy vizsgáljuk át a *Wall Street Journal*ben az 52 hetes minimumárfolyamot elérő új papírok friss listáját vagy a *Barron's* „Market Week” rovatában található hasonló táblázatot. Olyan részvényekre és iparágakra hívják fel itt a figyelmünket, amelyek jelen pillanatban nem népszerűek és nem kedveltek, és éppen ezért a nagy hozam potenciálját kínálják, ha majd megváltozik az irányukban kialakult hangulat.

Christopher Davis (Davis Funds) és William Miller (Legg Mason Value Trust) olyan papírokat keresnek, ahol a befektetett tőke megtérülése (ROIC) növekszik. A ROIC lényegében azt méri, hogy a vállalat milyen hatékonyan állítja elő azt, amit Warren Buffett „tulajdonosi nyereségnek” nevez.² (Lásd a *keretes írást* a 328. oldalon.)

Olyan szakemberek, mint az Oakmarknál Nygren vagy a Longleaf Partnersnél O. Mason Hawkins, azáltal próbálják felmérni, mennyit érhetnek egy adott vállalat részei, hogy hasonló, a közelmúltban felvásárolt vállalkozásokat keresnek, és megvizsgálják, hogy milyen árfolyamon zajlottak azok a tranzakciók. Az egyéni befektetők számára

² Lásd a 11. fejezethez írt kommentárokat.

Kommentár a 14. fejezethez

ez fáradságos és bonyolult munka: azzal kell kezdeni, hogy megnézzük a vállalat éves jelentésében az üzleti szegmensek című kiegészítő mellékletet, amely jellemzően az egyes leányvállalatok iparági besorolását, bevételét és nyereségét közli. (A *Vezetés beszámolója és elemzése* című rész is hasznos információkat tartalmazhat ezekre vonatkozóan.) Ezt követően egy olyan híradatbankban, mint a Factiva, a ProQuest vagy a LexisNexis, keressünk ugyanezekben az iparágakban olyan vállalatokat, amelyeket a közelmúltban vásároltak fel. A www.sec.gov oldalon elérhető EDGAR adatbázisban előző időszaki éves jelentéseiket kikeresve megállapíthatjuk, hogy nyereségükhöz képest mekkora árfolyamon szerezték meg ezeket a társaságokat. Ezt követően az így kapott arányból megbecsülhetjük, hogy egy felvásárló mennyit fizethetne az általunk vizsgált vállalat hasonló profilú divíziójáért.

Az egyes vállalati divíziókat ily módon külön-külön elemezve megállapítható, hogy a teljes cég az aktuális részvényárfolyamnál többet ér-e. A Longleafes Hawkins „60 centes dollárok” vagyis olyan vállalatok után kutat, amelyek részvényei legfeljebb 60 százalékán forognak annak, amennyire ő a vállalkozásokat értékeli. Esetükben megkapja azt a biztonsági ráhagyást, amelynek meglétéhez Graham is úgy ragaszkodik.

Ki a főnök?

Végül, de nem utolsósorban, a vezető professzionális befektetők többsége azt szeretné látni, hogy a vállalatot olyan emberek vezetik, akik - az oakmarkos William Nygren szavaival élve - „tulajdonosként, nem csupán vezetőként gondolkodnak”. Két egyszerű próba ennek eldöntésére: a vállalat pénzügyi jelentései könnyen érthetőek, vagy tele vannak homályos pontokkal? Az „egyszerű” vagy „rendkívüli” tételek valóban azok, vagy megvan az a rossz szokásuk, hogy újra és újra felbukkannak?

Mason Hawkins, a Longleaf alapkezelője olyan vállalati vezetőket keres, akik „jó partnerek” - ez alatt azt érti, hogy nyíltan beszélnek a problémákról, határozott tervekkel rendelkeznek a jelenlegi és a jövőbeli cash flow allokálására, és jelentős méretű részvényt birtokolnak a vállalat papírjaiból (amit ideális esetben saját pénzükből vásároltak, nem pedig részvényopciókon keresztül jutottak hozzá). Am „ha a vezetőség többet beszél a részvényárfolyamról, mint az üzletről - figyelmeztet Robert Torray, a Torray Fund alapkezelője - akkor bennünket az a vállalat nem érdekel” Christopher Davis azokat a társaságokat részesíti előnyben, amelyek a forgalomban lévő részvények körülbelül 3 százalékában korlátozzák a részvényopciók kibocsátását.

A Vanguard Primecap Fund szakembere, Howard Schow azt figyeli, hogy „mit mond a vállalat az egyik évben, és mi történt a következőben. Nemcsak azt szeretnénk látni, hogy a menedzsment őszinte a részvényesekkel, hanem azt is, hogy saját magukkal szemben is azok.” (Ha a vállalat első embere erősködik, hogy minden pompás, amikor az üzlet csak döcög, vigyázzunk!) Ma már akár néhány részvény birtokában is részt vehetünk a cégek által rendszeresen tartott konferenciahívásokban; ha tudni szeretnénk, hogy mikor tartják ezeket, hívjuk fel a vállalat befektetői kapcsolatokért felelős részlegét, vagy látogassunk el a vállalat weboldalára.

Az EPS-től a ROIC-ig

Az elmúlt években olyan tényezők torzítják az adózott eredményt vagy a részvényenkénti eredményt (EPS), mint a részvényopciók vagy a számviteli nyereségek és tételek. Ha látni szeretnénk, hogy egy vállalat mennyit keres a vállalkozásában felhasznált tőkén, lépünk túl az EPS-en, és nézzük meg a ROIC, vagyis a befektetett tőke megtérülésének értékét. A Davis Funds alapkezelője, Christopher Davis a következő képlettel definiálja ezt:

$$\text{ROIC} = \text{tulajdonosi nyereség} \div \text{befektetett tőke.}$$

A tulajdonosi nyereséget a következőképpen számíthatjuk ki:

működési eredmény
plusz értékcsökkenés
plusz goodwill amortizációja
mínusz szövetségi társasági adó (a vállalat átlagos adókulcsával fizetve)
mínusz részvényopciók költsége
mínusz „karbantartási” (vagy lényeges) beruházási költségek
mínusza nyugdíjalapok által elért, nem fenntartható mértékű hozamból származó jövedelem (például 2003-ban a 6,5 százalékos hozam feletti rész).

Míg a befektetett tőke számítási módja:

eszközök összesen
mínusz készpénz (illetve a rövid lejáratú befektetések és a nem kamatozó folyó kötelezettségek)
plusz múltbeli, a befektetett tőkét csökkentő könyvelési tételek.

A ROIC előnye, hogy megmutatja, a jogosan felmerülő költségek levonása után mekkora működési eredményt ér el a vállalat - és milyen hatékonyan használja fel a részvényesek pénzét ezen megtérülés eléréséhez. A legalább 10 százalékos ROIC vonzó, de még a 6 vagy a 7 százalékos is csábító lehet, ha a vállalat jó márkanevekkel és megfelelő vezetéssel rendelkezik, vagy csak átmenetileg borúsak a kilátásai.

Kommentár a 14. fejezethez

Robert Rodriguez, az FPA Capital Fund alapkezelője a vállalatok éves jelentésének utolsó oldalára lapoz, ahol az operatív felső vezetés tagjainak a neve olvasható. Valószínűleg jó jel, ha egy új elnök-vezérigazgató működése első egy-két évében jelentős változás figyelhető meg a nevekben, mert arra utal, hogy az új menedzsment rendet rak, és vérfrissítést végez. Ám ha a nagy mozgás továbbra is fennmarad, akkor rendrakás helyett felfordulást valószínűsíthetünk.

Tartsd a szemed az úton

Nem csak ezek az utak vezetnek Jeruzsálembe. Egyes élvonalbeli portfólió-kezelők, köztük David Dreman (Dreman Value Management) és Martin Whitman (Third Avenue Funds), olyan vállalatokra összpontosítják figyelmüket, amelyek eszközeik, nyereségeik vagy cash flow-juk nagyon alacsony szorzójával forognak. Mások, például Charles Royce (Royce Funds) és Joel Tillinghast (Fidelity Low-Priced Stock Fund), alulértékelt kisvállalatokra vadásznak. És ha tudni szeretnénk, hogy napjaink egyik legnevesebb befektetője, Warren Buffett hogyan választja ki a befektetésre érdemes vállalatokat, olvassuk el a *330. oldalon* lévő *keretes írást*.

Végezetül egy módszer, amely hasznos lehet: nézzük meg, milyen vezető professzionális alapkezelők rendelkeznek ugyanolyan részvényekkel, mint mi. Ha egy vagy két név többször is előfordul, menjünk azoknak az alapkezelő társaságoknak a weboldalára, és töltsük le a legutolsó jelentéseiket. Látván, hogy milyen más részvényeket tartanak ezek a befektetők, többet is kideríthetünk arról, hogy milyen közös tulajdonságokkal rendelkeznek ezek a papírok; az alapkezelők megjegyzéseit olvasva pedig ötleteket kaphatunk arra vonatkozóan, hogyan javíthatjuk saját befektetési módszerünket.³

³ Rengeteg olyan hírlevél létezik, amely a professzionális portfóliók elemzését hivatott szolgálni, ám a többségük idő- és pénzpazarlás még a leginkább vállalkozó kedvű befektetők számára is.

Warren útja

Graham legkiválóbb diákja, Warren Buffett, azzal tudott a világ legsikeresebb befektetőjévé válni, hogy új csavart vitt Graham ötleteibe. Buffett és társa, Charles Munger a jövőbeli növekedéssel kapcsolatos saját, innovatív megközelítésüket ötvözték Graham „biztonsági ráhagyásával” és a piactól való elfordulással. Következzék most Buffett megközelítésének nagyon rövid összegzése:

Olyan, általa „franchise” vállalatnak nevezett vállalkozásokat keres, amelyek erős fogyasztói márkákkal, jól érthető üzleti tevékenységekkel, rendkívül erős pénzügyi helyzettel és piacaikon közel monopolpozícióval rendelkeznek - ilyen például a H & R Block, a Gillette és a Washington Post Co. Buffett szereti akkor megvásárolni a részvényeket, amikor valamilyen pletyka, nagy veszteség vagy más rossz hír viharfelhőként beárnyékolja azok kilátásait - így vásárolt például a Coca-Colából röviddel az „új kóla” katasztrofális piaci bevezetése és az 1987-es piaci válság után. Az olyan vállalatvezetőket kedveli, akik reális célokat tűznek ki, és meg is valósítják őket; akvizíciók helyett belülről építik a vállalkozásukat; bölcsen allokálják a tőkét; és nem fizetnek maguknak részvényopciókformájában több százmilliós jackpotokat. Buffett ragaszkodik a nyereség stabil és fenntartható növeléséhez, mert a vállalat ezáltal fog többet érni a jövőben, mint ma.

A www.berkshirehathaway.com oldalon archivált éves jelentésekben nyitott könyvként teszi közzé gondolatait. Talán nincs még egy olyan befektető, Grahamet is ideértve, aki hozzá hasonló nyíltsággal ismerteti módszereit, és ilyen lebilincselően olvasmányos írásokkal áll elő. (Buffett egyik klasszikus mondása: „Ha a kiválóságáról híres menedzser egy, a rossz gazdálkodásáról elhíresült vállalat irányításával küzd, csak a vállalat hírneve marad változatlan”) A mester saját szavaiból minden intelligens befektető okulhat - és kell is, hogy okuljon.

16. FEJEZET

Átváltható értékpapírok és részvényutalványok

Az elmúlt években hangsúlyosabbá vált az átváltható kötvények és elsőbbségi részvények szerepe az előresorolt értékpapírok kibocsátásával történő finanszírozás területén. Ezzel párhuzamosan a részvényutalványok száma is egyre növekedett. (A részvényutalványok, más néven opciós utalványok tulajdonosa meghatározott árfolyamon történő részvényvásárlásra jogosult.) A Standard & Poor's *Stock Guide* című kiadványában napjainkban szereplő elsőbbségi értékpapírok több mint fele átváltási jogokat is tartalmaz, és ugyanez az 1968-1970-ben kibocsátott vállalati kötvények nagyobb részére is igaz. A részvényutalványok legalább 60 különféle sorozatával kereskednek az Amerikai Értéktőzsdén. A New York-i Értéktőzsdén történelme során először 1970-ben jegyezték hosszú lejáratú részvényutalványt, amely 52 dolláros árfolyamon biztosított vételi jogot 31400000 darab American Tel. & Tel. részvény megvásárlására. Ilyen prominens vállalattal a menet élén nem csoda, hogy egyre több és több új szereplő jelenik meg és fabrikál részvényutalványokat. (Amint azt a későbbiekben látni fogjuk, nem véletlen, hogy a kétértelmű fabrikálás szóval jellemeztük munkálkodásukat.)"

A teljes képen belül az átváltható értékpapírok sokkal többet nyomnak a latban, mint a részvényutalványok, ezért először ezekkel foglalkozunk. A befektető szempontjából két fontos dolgot kell figyelembe venni. Az első, hogy milyen befektetési lehetőségnek minősülnek, és milyen kockázatokkal járnak ezek. A második, hogy a jelenlétük hogyan hat a hozzájuk kapcsolódó törzsrészvények értékére.

Az átváltható értékpapírokat különösen előnyösnek tartják mind a befektetők, mind a papírokat kibocsátó vállalat szempontjából. A befektető ugyanis ezzel nemcsak a kötvény vagy az elsőbbségi részvény kiváló védelmét kapja, hanem a lehetőséget, hogy a törzsrészvény értékének nagymérvű emelkedéséből is kivegye a részét. A kibocsátó pedig mérsékelt kamatköltség vagy elsőbbségi osztalék árán jut tőkéhez, majd ha a várt fellendülés bekövetkezik, a törzsrészvényekre való átváltás által megszabadul az előresorolt kötelezettségtől. Így az ügylet mindkét szereplője rendkívül jól jár.

Az előző bekezdésben leírtak nyilvánvalóan eltúlozzák az előnyöket, hiszen pusztán egy zseniális instrumentummal nem lehet az ügylet mindkét szereplőjét sokkal jobb helyzetbe hozni. Az átváltási jogért cserébe a befektető általában vagy

* Graham, ahogy ezt a 339-342. oldalakon egyértelművé teszi, nem rajongott a részvényutalványokért.

a minőség, vagy a hozam - esetleg mindkettő - terén valami fontosról kényszerül lemondani.¹ Ha viszont a vállalat az átválthatóság okán alacsonyabb költséggel jut forráshoz, ezzel csorbítja a törzsrészesvényesek részesedését a jövőbeli értéknövekedésből. A kérdésben számos érvet hozhatnánk pro és kontra. Nyugodt szívvel csak azt a következtetést vonhatjuk le, hogy az átváltható eszközök annyiban hasonlók az értékpapírok összes többi *formájához*, hogy önmagában a formájuk sem vonzóvá, sem elkerülendővé nem teszi őket. Vonzerejük az egyes értékpapírokat övező egyéb tényezőktől függ."

Azt viszont tudjuk, hogy az átváltható kötvények azon csoportja, amelyekkel a bika piac utolsó részében árasztották el a piacot, összességében nem fog kielégítő eredményeket hozni a tulajdonosainak. (Sajnos a múltban pontosan az ilyen optimista időszakokban bocsátották ki az átváltható értékpapírok jelentős részét.) A negatív következmények szükségszerűen adódnak magából az időzítésből, hiszen a részvényt piac jelentős visszaesése megváltoztathatatlanul kevésbé vonzóvá teszi az átváltási jogot - és gyakran még az értékpapír mögöttes biztonságosságának a kérdését is felveti."Csoportos illusztráció gyanánt visszatérünk a könyvünk első kiadásában használt példánkhoz, amely az 1946-ban kibocsátott átváltható és a hagyományos (nem átváltható) elsőbbségi részvények relatív árfolyam-alakulását mutatja. 1946 a három évvel később kezdődött, példa nélküli emelkedés előtti bika piac utolsó éve volt.

Az 1967-1970-es időszakra nehéz összehasonlító bemutatást készíteni, mert ezekben az években gyakorlatilag nem bocsátottak ki új nem átváltható papírokat. Ám az könnyen kimutatható, hogy az átváltható elsőbbségi részvények 1967 decembere és 1970 decembere közötti átlagos árfolyamesése nagyobb volt, mint a törzsrészesvények egészéé (amelyek csak 5 százalékot veszítettek értékükből). Úgy tűnik, hogy az átváltható papírok a régebbi, nem átváltható elsőbbségi részvényeknél is valamivel gyengébben teljesítettek az 1968 decembere és 1970 decembere közötti időszakban, ahogy ezt a különböző típusokból vett húszdarabos minták eredményei mutatják (16.2. táblázat). Az összehasonlítások arra világítanak rá, hogy az átváltható értékpapírok egészében véve viszonylag gyenge minőségű

* Graham arra mutat rá, hogy a befektetők által széles körben hallható, reklámizú szónoklatokkal ellentétben az átváltható kötvények nem automatikusan kínálják egyszerre „mindkét világ előnyeit” A magasabb hozam és az alacsonyabb kockázat *nem* mindig jár kéz a kézben. Amit a Wall Street egyik kezével ad, a másikkal általában elveszi. Egy befektetés az egyik világ minden előnyével és a másik összes negatívumával jár; ám a két világ összes előnyét ritkán élvezhetjük egyetlen csomagban.

** A Goldman Sachs és az Ibbotson Associates eredményei szerint az átváltható papírok 4.8 százalékos évi átlaghozamot produkáltak az 1998 és 2002 közötti időszakban. Ez számottevően jobb, mint az amerikai részvények évi átlag 0,6 százalékos vesztesége, ám jelentősen elmarad a közepes (évi 7,5 százalék), valamint a hosszú futamidejű vállalati kötvények hozamától (évi 8,3 százalék). A Merrill Lynch adatai szerint a 90-es évek közepén évi mintegy 15 milliárd dollárértékben bocsátottak ki átváltható papírokat; 1999-re a kibocsátás értéke több mint kétszeresére, mintegy 39 milliárdra nőtt. 2000-ben 58 milliárdra emelkedett a kibocsátások értéke, 2001-ben pedig tovább nőtt, és elérte a 105 milliárdot. Ahogy arra Graham is felhívja a figyelmet, az átváltható értékpapírokkal mindig akkor jönnek ki a legnagyobb mennyiségben, amikor a bika piaca végéhez közeledik - főként azért, mert még a gyenge minőségű vállalatok is elég magas részvényhozamokkal büszkélkedhetnek ahhoz, hogy vonzóan hasson az átváltási lehetőség.

Átváltható értékpapírok és részvényutalványok

16.1. táblázat: Az 1946-ban kibocsátott új elsőbbségi részvények árfolyam-alakulása

A kibocsátási ár és az 1947 júliusáig elért minimumárfolyam közötti változás	Nem átváltható elsőbbségi részvények	Átváltható és külön osztalékra jogosító elsőbbségi részvények
Nincs árfolyamcsökkenés	7	0
0-10 %-os csökkenés	16	2
10-20 %-os csökkenés	11	6
20-40 %-os csökkenés	3	22
40 %-os vagy nagyobb csökkenés	0	12
	37	42
Átlagos csökkenés	Kb. 9%	Kb. 30%

előresorolt papírnak bizonyulnak, és olyan törzsrészvényekhez vannak kötve, amelyek a spekulatív szárnyalások idejét leszámítva rosszabbul teljesítenek, mint a piac egésze. Ezek a megállapítások természetesen nem az összes átváltható papírra érvényesek. 1968-ban, és különösen 1969-ben, sok erős vállalat használta az átváltható papírokat arra, hogy leküzdjék a még a kiváló besorolású kötvények esetén is rendkívül magas kamatlábakat. Mindenesetre figyelemre méltó, hogy az átváltható elsőbbségi részvények húsz papírból álló mintájából csupán egynek az árfolyama tudott emelkedni, tizennégy pedig súlyos veszteséget volt kénytelenelkönyvelni.*

A fenti számokból nem azt a következtetést kell levonni, hogy az átváltható papírok önmagukban kevésbé vonzóak, mint a nem átváltható vagy egyszerű értékpapírok. Ha az összes többi paraméterük egyforma, akkor ennek éppen az ellenkezője igaz. Ám jól látszik, hogy a gyakorlatban a többi paraméter *nem* egyforma, és az átváltási jog hozzáadása gyakran - sőt, inkább általában - a papír befektetésre alkalmas minőségének hiányáról árulkodik.

Természetesen igaz, hogy egy átváltható elsőbbségi részvény biztonságosabb, mint ugyanannak a vállalatnak a törzsrészvénye - vagyis befektetett tőkénk elvesztésének alacsonyabb kockázatával jár. Következésképpen azok, akik új átváltható papírokat vásárolnak az ugyanazon vállalat törzsrészvényei helyett, ilyen tekintetben logikusan járnak el. Ám az esetek többségében a törzsrészvény - az adott áron - eredetileg sem lett volna intelligens vétel, és ezen nem sokat javít,

* Az átváltható papírok piacának közelmúltbeli strukturális változásai feleslegessé tették ezen kritikák egy részét. Az átváltható elsőbbségi részvények, amelyek Graham idejében az átváltható papírok piacának nagyjából felét tették ki, ma már csak a piac nyolcadát alkotják. A futamidők rövidebbek, miáltal az átváltható kötvények kevésbé volatilisak, és a legtöbbjük immár „visszahívás elleni védelemmel” s rendelkezik, vagyis biztosítékot nyújt arra vonatkozóan, hogy a kibocsátó nem tudja idő előtt visszavásárolni őket. És az összes átváltható papír több mint fele ma már befektetési besorolása, ami nagymértékű minőségi javulást hoz Graham idejéhez képest. Így történhetett, hogy a Merrill Lynch All U.S. Convertible Index 2002-ben 8,6 százalékkal gyengült, míg az S&P 500 részvényindex 22,1, a NASDAQ Composite részvényindex pedig 31,3 százalékot veszített értékéből.

Az intelligens befektető

16.2. táblázat: Elsőbbségi részvények, törzsrészvények és részvényutalványok árfolyamának alakulása 196S. december és 1970. december között
(A különböző típusú papírok húsz darabából álló, véletlenszerűen kiválasztott mintája alapján)

	Egyszerű (nem átváltható) elsőbbségi részvény			Tőzsdén jegyzett törzs-részvények	Tőzsdén jegyzett részvény-utalványok
	A vagy magasabb besorolású	Alacsonyabb besorolású	Átváltható elsőbbségi részvények		
Emelkedés	2	0	1	2	1
Csökkenés:					
0-10%	3	3	3	4	0
10-20%	14	10	2	1	0
20-40%	1	5	5	6	1
40% vagy nagyobb	0	0	9	7	18
Átlagos csökkenés	10%	17%	29%	33%	65%

A Standard & Poor's 500 részvényindexe 11,3 százalékkal gyengült.)

ha átváltható elsőbbségi részvényt vásárolunk helyette. Ráadásul az átváltható papírokat jelentős részben olyan befektetők vásárolták, akiket nem különösebben érdekelt a törzsrészvény, illetve nem bíztak benne igazán - vagyis nem is gondolta akkor arra, hogy törzsrészvényt vegyenek -, ám csábította őket az előresorolt követelés és az aktuális piaci árhoz közeli átváltási jog ideálisnak tűnő kombinációja. Bizonyos esetekben valóban kiválóan működik ez a kombináció, ám a statisztika azt mutatja, hogy nagyobb valószínűséggel bizonyul majd csapdának.

Az átváltható papírok birtoklásával kapcsolatban előjön egy speciális probléma, amelyet a befektetők többsége elmulaszt felismerni. Még ha fel is merül a profit realizálásának lehetősége, szükségszerű dilemmával jár együtt. Eladja a tulajdonos a papírját egy kis emelkedés után; tartsa és várjon egy nagyobb emelkedésre; ha visszahívják a papírt-ami gyakran megtörténik, amikor törzsrészvény árfolyama túlságosan megugrik -, eladja akkor, vagy váltsa át, és tartsa meg a törzsrészvényt?*

Vizsgáljuk meg ezt konkrét számokkal. Vásárolunk 100 dolláros árfolyamon egy 6 százalékos kamatozású kötvényt, amely 25 dolláron váltható át részvényekre - vagyis egy 1000 dolláros kötvényért 40 részvényt kapunk. A részvényárfolyam felmegy 30 dollárra, amitől a kötvény legalább 120 dollárt ér, és ezért 125 dolláron forog. Eladhatjuk vagy tarthatjuk. Ha a magasabb árfolyam reményében tartjuk, szinte teljes egészében a törzsrészvényes pozíciójában érezhetjük magunkat, hiszen

* A kötvény, „visszahívásáról” akkor beszélünk, amikor a kibocsátó jogosult a megadott lejáratú idő, vagyis az utolsó kamatfizetési időpont előtt visszavásárolni a kötvényt, és él ezzel a jogával. Az átváltható kötvények működésének rövid bemutatását a fejezet *kommentárjainak első lábjegyzetében* találjuk (344. oldal).

ha a részvény ára lemegy a kötvényé is követi. Az óvatos befektető valószínűleg úgy gondolja, hogy 125 felett a pozíciója túl spekulatívvá válik, ezért eladja a papírt, és 25 százalékos tisztes haszonra tesz szert.

Eddig minden nagyon szép és jó. Ám folytassuk tovább a gondolatmenetet. Miután a papír tulajdonosa 125 százalékon eladja azt, a törzsrészvény sok esetben folytatja emelkedését, és magával húzza az átváltható kötvény árfolyamát is, s így a befektető azt a különös fájdalmat érzi, ami azokat gyötri, akik túl hamar válnak meg értékpapírjaiktól. Legközelebb elhatározza, hogy 150-ig vagy akár 200-ig is kivár. A papír felmegy 140-re, és emberünk nem adja el. Ezt követően a piac lefordul, és kötvényének árfolyama egészen 80-ig csordogál. Megint nem helyesen járt el.

Az ilyen - szinte elkerülhetetlennek látszó - rossz döntésekkel járó lelki kínon túlmenően valódi számtani hátrány is társul az átváltható papírokkal kapcsolatos műveletekhez. Feltételezhető, hogy a 25 vagy 30 százalékos nyereség elérése esetén történő eladás szigorúan és következetesen betartott politikája fogja a legjobb eredményt hozni. Ha ez így van, akkor a nyereség felülről korlátozott, és ez is csak olyan papírokon érhető el, ahol minden jól alakult. Ám ha igaz, hogy ezen értékpapírok mögül sokszor hiányzik a megfelelő szintű biztonság, és jellemzően a bika piac utolsó szakaszaiban árasztják el velük a vevőket, akkor jelentős részük képtelen lesz a 125 százalékos árfolyamig erősödni, viszont nem lesznek restek összeomlani, amint a piac lefelé veszi az irányt. Ezért az átváltható papírok kínálta látványos lehetőségek a gyakorlatban illuzórikusnak bizonyulnak, és összességében legalább ugyanannyiszor tekintélyes - jobb esetben átmeneti - veszteség az ilyen ügyletek kimenetele, mint amilyen gyakran lehet bezsebelni hasonló nagyságrendű nyereséget.

Az 1950 és 1968 közötti, kivételesen hosszú bika piac miatt az átváltható papírok összességében kiváló eredményt mutattak fel e mintegy 18 év alatt. Ám ez csupán azt jelenti, hogy a törzsrészvények nagy többsége hatalmas mértékben megerősödött, amiből az átváltható papírok zöme is ki tudta venni a részét. Így az átváltható papírokba történő befektetés biztonságát csak a csökkenő részvénypiac idején mutatott teljesítményük alapján lehet megítélni - és az összességében mindig kiábrándítónak bizonyult.*

Könyvünk első kiadásában (1949) konkrét példával illusztráltuk a „Mit tegyünk, ha felmegy az átváltható papír árfolyama?” speciális problémáját. Úgy véljük, ez az eset még mindig érdemes arra, hogy bemutassuk. Több példánkhoz hasonlóan ez is saját befektetési tevékenységünkön alapszik. Tagjai voltunk egy olyan - elsősorban befektetési alapokból áll - „kiválasztott csoportnak”, amely részt vett az Eversharp Co. 4,5 százalékos adósságlevelének névértéken történő zártkörű kibocsátásán. A papírt részvényenként 40 dolláros árfolyamon lehetett átváltani törzsrészvényre. A részvényár gyorsan 65,5 dollárig emelkedett, majd

⁵ Az elmúlt években az átváltható eszközök hajlamosak voltak csökkenő részvénypiacok idején felülmúlni a Standard & Poor's 500 részvényindexet, ám jellemzően elmaradtak más kötvények teljesítményétől - ez gyengíti a Graham által itt megfogalmazott észrevételt, ám teljesen nem rántja ki alóla a talajt.

egy 3:2 arányú felaprózást követően 88 dollárnak megfelelő árfolyamot ért el. Ez utóbbi árfolyam nem kevesebb mint 220 dollárra repítette az átváltható adósságlevél értékét. Ezen időszak alatt a két értékpapírt csekély prémiummal visszahívták; így gyakorlatilag mindegyiket átváltották törzsrészcsekké, amelyet az adósságlevelek egyes eredeti, befektetési alapokból álló vevői tartottak meg. Az árfolyam azonnal komoly esésbe kezdett, és 1948 márciusában a részvény már csak 7,375 dolláron forgott. Ez mindössze 27 százalékos árfolyamot jelentett az adósságlevelek esetében, vagyis a több mint 100 százalékos nyereség helyett eredeti értékük mintegy háromnegyedét elvesztették.

A történet lényege, hogy az eredeti vevők egy része törzsrészcsekké alakította át a kötvényeit, és a nagy zuhanás közepette is tartotta a részvényeket. Ezzel megszegték a Wall Street régi szabályát, amely így szól: „Átváltható kötvényt soha ne válts át.” Miért ne? Azért, mert az átváltással elveszítjük az előresorolt kamatkövetelés és a vonzó nyereség esélyének stratégiai kombinációját. Befektetőből nagy valószínűséggel spekulánssá válunk, ráadásul gyakran kedvezőtlen időpontban tesszük (mivel a részvény már jelentős emelkedésen van túl.) Ha az „Átváltható kötvényt soha ne válts át” jó szabály, akkor hogyan történhetett meg, hogy ezek a tapasztalt alapkezelők részvényekre cserélték Eversharp-kötvényeiket, hogy aztán zavarba ejtő veszteségeket könyveljenek el? A válasz kétségkívül az, hogy engedték, hogy elragadja őket a vállalat jövőbeli kilátásaival kapcsolatos lelkesedés és a részvények „kedvező piaci szereplése”. A Wall Streetnek van néhány okosan óvatos alapelve; a probléma azonban az, hogy ezekről mindig akkor feledkeznek meg, amikor leginkább szükség lenne rájuk.” Innen ered a tapasztalt öreg rókák másik híres mondása: „Azt tedd, amit mondok, ne azt, amit cselekszem.”

A fentiek okán általánosságban bizalmatlanul közelítünk az új átváltható papírokhoz. Más általános érvényű megállapításainkhoz hasonlóan ez alatt azt értjük, hogy a befektető kétszer is gondolja meg, mielőtt ilyeneket vásárolna. Ilyen bizalmatlan hozzáállással is találhat olyan kivételes ajánlatokat, amelyek egyszerűen túl jók ahhoz, hogy visszautasítsa őket. Az ideális kombináció természetesen egy rendkívül biztonságos átváltható instrumentum, amely önmagában is vonzó törzsrészcsekké cserélhető be az aktuális piaci árnál csak kicsivel magasabb árfolyamon. Hébe-hóba belefuthatunk az ezeknek a követelményeknek megfelelő kibocsátásokba. Az értékpapírpiacok természetéből fakadóan azonban nagyobb valószínűséggel bukkanunk ilyen lehetőségre a régebben kibocsátott és a körülmények kedvező alakulása okán megfelelő pozícióba került papírok között, mint az új kibocsátásoknál. (Ha egy új papír valóban erős, akkor nem valószínű, hogy vonzó átváltási feltételeket kínál.)

A finom egyensúlyi, hogy mit nyújt, és mit tart meg magának egy hagyományos típusú átváltható papír, jól illusztrálja, hogy milyen nagy mértékben használják az ilyen értékpapírokat az American Telephone & Telegraph Company finanszí-

* Ez a mondata 90-es évek bika piacának sírfelirata is lehetne. A befektetők által elfeledett, „néhány okosan óvatos alapelv” között olyan piaci közhelyeket találunk, mint „A fák nem nőnek az égig” vagy „A bika is pénzt hoz, a medve is pénzt hoz, de a birkákat levágják”.

rozására. A vállalat 1913 és 1957 között legalább kilenc alkalommal bocsátott ki átváltható kötvényeket, a többségüket a részvényeseknek nyújtott részvényjegyzési jog formájában. Az átváltható kötvények komoly előnyt jelentettek a vállalatnak, mivel a pusztán a részvénykibocsátásokkal elérhető vevőknél sokkal szélesebb befektetői kört vonzottak, hiszen a kötvények számos olyan pénzügyi intézmény körében népszerűek voltak, amelyek hatalmas pénzeszközökkel rendelkeztek, ám részvényeket nem vásárolhattak. A kötvények kamathozama jellemzően fele a részvények osztalékhozamának - ez az a tényező, amely a kötvénytulajdonosok előresorolt igényét hivatott ellentételezni. Mivel a vállalat negyven évig (1919-től az 1959-es részvényfelaprózásig) fenntartotta osztaléka 9 dolláros mértékét, végeredményben szinte az összes átváltható kötvényt részvényekre cserélték. Így az átváltható papírok tulajdonosai jól jártak az évek során - ám nem olyan jól, mintha már a legelején is törzsrészcsemetét vásároltak volna. Mindez jól példázza az American Telephone & Telegraph stabilitását, ám nem erősíti meg az átváltható kötvényekben rejlő vonzerőt. Ahhoz, hogy a gyakorlatban is bizonyítsák megbízhatóságukat, számos olyan példára lenne szükség, amelyben az átváltható kötvények akkor is jól szerepelnek, amikor a törzsrészcsemeték csapnivaló teljesítményt nyújtanak. Ilyen eseteket pedig egyáltalán nem egyszerű találni.*

Az átváltható papíroknak a törzsrészcsemetékre gyakorolt hatása

Az átváltható instrumentumokat sok esetben fúziókkal vagy új akvizíciókkal összefüggésben bocsátják ki. Az ilyen pénzügyi műveletek egyik leglátványosabb példája az NVF Corp. esete volt, amikor a vállalat a Sharon Steel Co. részvényeinek többségéért cserébe közel 100000000 dollár értékben bocsátott ki 5 százalékos átváltható kötvényeket (plusz részvényutalványokat). Ezt a rendkívüli ügyletet a későbbiekben, a 354–357. *oldal*on részletesen bemutatjuk. Egy ilyen tranzakció általában az egy törzsrészcsemetére jutó, jelentett eredmény pro forma (azaz látszólagos) növekedését eredményezi; a részvényárfolyam úgymond a magasabb eredményre válaszul erősödik, ám az árfolyam-emelkedés annak is betudható, hogy a vállalatvezetés tanúbizonyosságát adta az irányú határozottságának, vállalkozókedvének és képességének, hogy több pénzt keressen a részvényeseinek." Létezik azonban két, ellentétes irányba ható tényező, amelyek közül az egyiket részben, a másikat pedig teljesen figyelmen kívül szokták hagyni az optimista piacokon. Az első a törzsrészcsemetékre jutó jelenlegi és jövőbeli nyereségre gyakorolt tényleges hígulási hatás, amely számtanilag következik az új átváltási jogokból. A hígulás hatása számszerűsíthető, ha vesszük az előzőleg jelentett vagy a következő időszakra várt nyereséget, majd annak megfelelően számoljuk ki a módosított részvényenkénti eredményt, mintha az összes átváltható elsőbbségi részvcsemetét és kötvényt ténylegesen átváltották volna. A vállalatok többségénél a részvényen-

« Az AT&T Corp. immár nem tartozik az átváltható kötvények jelentős kibocsátói közé. A legnagyobb ilyen vállalatok között olyanokat találunk, mint a General Motors, a Merrill Lynch, a Tyco International és a Roche.

» "A „pro forma” pénzügyi eredményekről bővebben olvashatunk a 12. *fejezet* kommentárjai között.

kén ti eredmény így kapott csökkenése nem jelentős. Ám számos kivétel van ezer megállapítás alól, és fennáll annak a veszélye, hogy az ilyen esetek száma ijesztő mértékben növekszik majd. A gyorsan növekvő konglomerátumok az átváltás bűvészkedés első számú mesterei. A 16.3. táblázatban hét olyan vállalatot találunk amelyeknél az átváltások vagy a részvényutalványok okán nagy mennyiségű részvénykibocsátásra lehet számítani.*

A törzsrészvények elsőbbségi részvényekre váltásának indokolt esete

Évtizedekkel ezelőtt, vagy mondhatjuk azt is, hogy 1956 előtt a közönséges részvények nagyobb hozamot értek el, mint ugyanakkor a vállalatnak az elsőbbségi részvényei; ez különösen igaz volt abban az esetben, ha az elsőbbségi részvény a piaci árhoz közeli árfolyamú átváltási jogosultságot tartalmazott. Ma általánosságban ennek az ellenkezője igaz. Ennek eredményeként nagy számban találunk olyan átváltható elsőbbségi részvényeket, amelyek egyértelműen vonzóbbak mint a hozzájuk kötődő törzsrészvények. Ez utóbbiak tulajdonosai semmit nem veszíthetnek, ugyanakkor jelentős előnyökre számíthatnak, ha hátrасorolt rész

16.3. táblázat: 1969 végén jelentős mennyiségű átváltható értékpapírral és részvényutalvánnyá rendelkező vállalatok

	<i>A ... konverziója miatt kibocsátandó további törzsrészvények</i>				Törzsrészvények teljes növekménye
	Forgalomban lévő törzsrészvény	Kötvények	Elsőbbségi részvények	Részvényutalványok	
Avco Corp.	11470	1750	10436	3085	15271
Gulf & Western, Inc.	14964	9671	5632	6951	22260
International Tel. & Tel.	67393	190	48115	48305	
Ling-Temco-Vought	4410"	1180	685	7564	9429
National General	4910	4530	12170	16700	
Northwest Industries ^b	7433		11467	1513	12980
Rapid American	3591	426	1503	8000	9929

³A „különleges részvényekkel” együtt. "1970 végén.

Megjegyzés: A részvények darabszáma ezerben lett megadva a táblázatban.

* A közelmúltban a pénzügyi, az egészségügyi és a technológiai iparágakban működő vállalatok váltak a átváltható kötvények legjelentősebb kibocsátóivá.

vényeiket előresorolt értékpapírokra váltják be.

PÉLDA: Tipikus példája ennek a Studebaker-Worthington Corp. 1970. év végi esete. A törzsrészvény 57 dolláron forgott, míg az 5 dolláros osztalékot fizető átváltható elsőbbségi részvény 87,5-en zárt. Minden elsőbbségi részvény másfél törzsrészvényre volt váltható, így az előbbi értékének 85,5 dollár adódott. Ez a csekély különbség az elsőbbségi részvény vásárlása ellen szól. Am a törzsrészvények után évi 1,20 (másfél részvénnyel számolva 1,80) dollár osztalékot fizetnek, szemben az egy elsőbbségi részvény után járó 5 dollárral. Ily módon a két árfolyam közötti eredeti különbség várhatóan kevesebb mint egy év alatt ledolgozható, ezt követően pedig érzékelhetően magasabb osztalékhozam várható az elsőbbségi papírtól, mint a törzsrészvénytől. Ám a legfontosabb természetesen az előresorolt pozíció lenne, amelyet a váltás a törzsrészvényes számára biztosítana. Az 1968-as, majd az 1970-es *alacsony* árfolyamokon az elsőbbségi részvényt 15 ponttal magasabban jegyezték, mint a másfél törzsrészvényt - az átváltási jogosultság biztosítja, hogy soha ne foroghasson a törzsrészvényénél alacsonyabb áron.²

Részvényutalványok

Engedje meg az olvasó, hogy rögtön az elején nyáltan beszéljünk. A részvényutalványok közelmúltbeli fejleményeit majdhogynem csalásnak, komoly veszélyforrásnak és potenciális katasztrófának tekintjük. Hatalmas „dollárértéket” teremtettek a semmiből. Létezésüknek semmiféle létjogosultsága nincsen, hacsak az nem, hogy a spekulánsokat és a befektetőket félrevezessék. Törvényileg be kellene tiltani, vagy legalábbis szigorúan a vállalat összes forrásának egy kis hányadára korlátozni őket.

A történelmi és irodalmi párhuzam kedvéért a *Faust* azon részét ajánljuk az olvasó figyelmébe, amikor Goethe a papírpénz feltalálását írja le. A Wall Street történelméből az American & Foreign Power Co. részvényutalványait tudnánk említeni baljóslatú precedensként, amelyek értéke az 1929-es tőzsdei árfolyamukon az egymilliárd dollárt is meghaladta annak ellenére, hogy ezek az értékpapírok kizárólag a vállalat mérlegének kiegészítő mellékletében szerepeltek. 1932-re ez az egymilliárd dollár 8 mihóra zsugorodott, majd 1952-ben, a vállalat feltökésítése során teljesen kisöpörték a részvényutalványokat - noha a vállalat fizetőképés maradt.

A részvényutalványok eredetileg kötvénykibocsátásokhoz kapcsolódtak, és csak hébe-hóba alkalmazták őket, jellemzően egy részletes átváltási joggal voltak egyenértékűek. Mennyiségüket tekintve jelentéktelenek voltak, így sok kárt nem okoztak. Ám használatuk az 1920-as évek végén - sok más pénzügyi túlkapással

* A részvényutalványok a vállalatfinanszírozás egy rendkívül elterjedt formáját jelentették a 19. században, és még Graham korában is viszonylag gyakoriak voltak. Azóta azonban mind jelentőségük, mind népszerűségük visszaesett - ez egyike lenne a közelmúlt azon ritka fejleményeinek, amelyekkel Graham is leplezetlenül elégedett lenne. 2002 végén mindössze hét részvényutalvány forgott a New York-i Értéktőzsdén - ez csupán árnyéka az egykor hatalmas piacnak. Mivel a részvényutalványokat immár alig használják a meghatározó vállalatok, a mai befektetőknek csak azért érdemes elolvasni Graham fejezetének a hátralévő részét, hogy megértsék a szerző logikáját.

egyetemben - egyre inkább elterjedt, majd azt követően hosszú esztendőknél eltűntek szem elől. Ám rossz pénz nem vész el, így a részvényutalványok is újra felbukkantak, és 1967 óta széles körben ismert „finanszírozási eszközzé” léptek elő. Teljesen megszokott eljárássá vált, hogy új ingatlanvállalkozások, nagy bankok leányvállalatai úgy jutottak tőkéhez, hogy olyan csomagokat értékesítettek amelyek ugyanannyi törzsrészcshvényt és ugyanazon az áron, ugyanannyi darab további törzsrészcshvény vásárlására jogosító részvényutalványt tartalmaztak. *Például* 1971-ben a CleveTrust Realty Investors 2500000 darabot értékesített a törzsrészcshvények (vagyis a „tulajdonosi érdekeltség” részvényei) és a részvényutalványok ilyen kombinációjából, egységként 20 dolláros áron.

Gondoljuk végig egy pillanatra, hogy valójában mit is tartalmaz ez a pénzügyi felállás. Szokásos esetben a törzsrészcshvények tulajdonosai jogosultak először további törzsrészcshvények vásárlására, ha a vállalat igazgatói kívánatosnak tartják, hogy újabb részvények kibocsátásával tőkét emeljenek. Ez az úgynevezett „elővásárlási jog” egyike a törzsrészcshvények birtoklásához tartozó értékelemeknek - az osztalékra való jogosultsággal, a vállalat növekedéséből való részvétellel, illetve a közgyűlésen történő szavazás jogával egyetemben. Amikor a tőkeemelés esetén részvényjegyzésre jogosító, különálló részvényutalványokat bocsátanak ki a törzsrészcshvényhez szervesen hozzátartozó érték egy részét elveszik, és egy másik értékpapírra ruházzák át. Ez azzal egyenértékű, mintha külön értékpapírt bocsátának ki, amely (korlátozott vagy korlátlan ideig) osztalékra jogosítaná a tulajdonosát, vagy részesedést biztosítana a vállalat értékesítéséből vagy felszámolásából befolyt jövedelemre, vagy^r szavazati jogot biztosítana számára. Akkor hát miért az eredeti tőkeszerkezet részeként hozták létre ezeket a részvényutalványokat? Egyszerűen azért, mert az emberek járatlanok a pénzügyekben. Nem ismerik fel, hogy a törzsrészcshvény kevesebbet ér, ha részvényutalványok vannak forgalomban. Ezért a törzsrészcshvények és a részvényutalványok csomagjai általában magasabb áron kelnek el a piacon, mint önmagukban a részvények. Érdemes megemlíteni, hogy a vállalati jelentésekben az egy részvényre jutó eredményt jellemzően a forgalomban lévő részvényutalványok eredményhígító hatásának figyelembevétel nélkül számolják (vagy számolták). Ennek eredménye természetesen az, hogy a közölt eredmények felülbecsülik a nyereség és a vállalat forrásainak piaci érték közötti valódi kapcsolatot."

A részvényutalványok figyelembevételére a legegyszerűbb és talán a legjobb módszer, ha a piaci értéküknek megfelelő összeget hozzáadjuk a törzsrészcshvények teljes piaci értékéhez, megnövelve ezzel a „valódi” részvényárfolyamot. Amikor előresorolt értékpapírok értékesítéséhez kötődően nagy mennyiségben bocsátanak ki részvényutalványokat, a korrekciót azt feltételezve szokás végrehajtani, hogy

* Napjainkban a részvényutalványok utolsó lelőhelye a NASDAQ „Bulletin Boardjának” azaz a parányi vállalatok tőzsdén kívüli piacának fertője, ahol a törzsrészcshvényeket gyakran részvényutalványokkal csomagolják „egységekbe” (amely a Graham által említett „csomag” mai megfelelője). Ha egy részvénybróker „egységeket akar eladni nekünk bármilyen vállalatban, akkor 95 százalékgig biztosak lehetünk abban, hogy részvényutalványokról van szó, illetve legalább 90 százalékgig biztos, hogy a bróker vagy tolvaj, vagy bolond. Tisztes séges brókerek és cégek nem foglalkoznak ezzel a területtel.

Átáltható értékpapírok és részvényutalványok

a részvényértékesítésből befolyt összeget a kapcsolódó kötvények vagy elsőbbségi részvények visszavásárlására fordítják. Ez a módszer azonban nem megfelelően veszi figyelembe a részvényutalvány lehívási ára feletti szokásos „prémiumértéket”. A 16.4. táblázatban a kétféle számítási mód eredményét hasonlítjuk össze a National General Corp. esetében, az 1970-es év adatai alapján.

16.4. táblázat: *Törzsrészvények „valódi piaci árának” és korrigált árfolyam/nyereség hányadosának kiszámítása nagy mennyiségű részvényutalvány jelenléte esetén*

(Példa: a National General Corp. 1971 júniusában)

1. „Valódi piaci ár” kiszámítása			
A három részvényutalvány-kibocsátás piaci értéke, 1971. június 30-án			94 000 000 \$
A részvényutalványok egy részvényre jutó értéke			18,80 \$
Törzsrészvény árfolyama			24,50 \$
Törzsrészvény részvényutalványokkal korrigált árfolyama			43,30 \$
2. P/E hányados kiszámítása a részvényutalványok eredményhígító hatásának figyelembevételével			
	<i>Részvényutalvány eredményhígító hatása előtt</i>	<i>Részvényutalvány eredményhígító hatása után</i>	
		<i>A vállalat számítása</i>	<i>A mi számításunk</i>
A. Egyszeri tételek nélkül			
Részvényenkénti eredmény	2,33	1,60	2,33
Törzsrészvény árfolyama	24,50	24,50	43,30 (korr.)
P/E hányados	10,5	15,3	18,5
B. Egyszeri tételekkel			
Részvényenkénti eredmény	0,90	1,33	0,90
Törzsrészvény árfolyama	24,50	24,50	43,30 (korr.)
P/E hányados	27,2	18,4	48,1

Figyeljük meg, hogy az egyszeri tételek figyelembevétele után a vállalat számításai a részvényenkénti eredmény növekedését és a P/E hányados csökkenését eredményezik. Az általunk javasolt módszer esetén a hígulás hatása a P/E hányados jelentős megnövelése, ahogy annak lennie kellene.

Magának a vállalatnak származik-e valamilyen előnye ezeknek a részvényutalványoknak a kibocsátásából, abban az értelemben, hogy azok további tőkét biztosítanak számára, amikor arra szüksége van? Egyáltalán nem. Normális esetben a vállalatnak nincs lehetősége arra, hogy jogaik gyakorlására kényszerítse a részvényutalványok tulajdonosait, és így biztosítsa magának - a részvényutalványok lejáratának időpontját megelőzően - a tőkebevonást. Ha időközben a cég növelni

Az intelligens befektető

akarja a jegyzett tőkéjét, az új részvényeket a részvényeseinek kell a szokásos módon felajánlania - ami azt jelenti, hogy valamivel az aktuális piaci árfolyam alatt. A meglévő részvényutalványok egyáltalán nem segítik az ilyen tőkebevonást; pusztán komplikálják a helyzetet azzal, hogy rendszeresen szükségessé teszik saját jegyzési árak lefelé történő korrigálását. Megismételjük azon megállapításunkat, hogy a részvényutalványok nagy volumenű kibocsátása semmilyen más célt nem szolgál, mint a képzeletbeli piaci értékek fabrikálását.

A Goethe által a *Faust* írása idején ismert papírpénz a híres francia asszignáta volt, amelyet csodálatos találmányként üdvözöltek, és amely arra volt kárhóztatva, hogy teljes egészében elveszítse értékét - ugyanúgy, ahogy az American & Foreign Power milliárd dollárt érő részvényutalványai is." A költő alábbi megállapítása egyformán jól illik mindkét találmányra:

*Faust: A képzelet, mely felhők közt ível,
bárhogy erőlködik, nem éri fel.
Mefisztó (a feltaláló): Ha ércpénz kell, a pénzváltó segít.
Bolond (végül): Bűvös papír... !"*

Gyakorlati utószó

A részvényutalványok bűne, hogy „megszülettek”.*" Ha pedig már megszülettek, akkor ugyanúgy működnek, mint más értékpapírformák: a nyereség, illetve a veszteség lehetőségét kínálják a befektetőknek. Szinte az összes újabb részvényutalványt korlátozott - általában öt és tíz év közötti - időtartamra bocsátják ki. A régebbi részvényutalványok gyakran lejárat nélküliek voltak, így lenyűgöző árfolyammozgásokat tudtak produkálni a hosszú évek során.

PÉLDA: A rekordok könyvébe a Tri-Continental Corp. részvényutalványai kerülnek: 1929-ben bocsátották ki, és a válság legmélyebb időszakában darabjéért pusztán 1/32 dollárt adtak. Erről a mélypontról 1969-re egészen 75,75 dollárig emelkedett az árfolyamuk, ami nem kevesebb mint 242000 százalékos drágulást jelent. (A részvényutalványok lényegesen magasabb áron forogtak, mint maguk a részvények; olyan dolog ez, ami technikai jellegű fejleményeknek, például részvényfelaprózásoknak köszönhetően történik meg a Wall Streeten.) Közelmúltbeli példaként említhetjük a Ling-Temco-Vought részvényutalványait, amelyek 1971

* A „híres francia asszignátákat” az 1789-es francia forradalom alatt bocsátották ki. Eredetileg a forradalmi kormány adósságai voltak, amelyek mögött fedezetként a katolikus egyháztól és a nemességtől elkobzott ingatlanok álltak. Ám a forradalmárok rossz pénzügyi vezetőknek bizonyultak. 1790-ben csökkentették az asszignáták kamatlábát; rövidesen pedig teljesen leállították a kamatfizetést, és papírpénzzé minősítették át az asszignátákat. A kormány azonban nem volt hajlandó aranyra vagy ezüstre váltani őket, és jelentős mennyiségben bocsátották ki az új asszignátákat. 1797-ben hivatalosan is értéktelennek nyilvánították őket.

** Jékely Zoltán és Kálnoky László fordítása

*** Graham, a spanyol irodalom lelkes rajongója, Pedro Calderon de la Barca (1600-1681) Az élet *álom* című darabjának egy sorát idézi: „Az ember legnagyobb bűne, hogy megszületett.”

Átváltható értékpapírok és részvényutalványok

első felében 2,5 dollárról 12,5 dollárig emelkedtek - majd 4 dollárig estek vissza.

Kétségkívül időről időre okos ügyleteket lehet lebonyolítani a részvényutalványokkal, ám ezek túl technikai jellegűek ahhoz, hogy itt bemutassuk őket. Annyit elmondhatunk, hogy a részvényutalványok hajlamosak viszonylag magasabb áron forogni, mint a kötvények vagy elsőbbségi részvények átváltási jogához kapcsolódó, megfelelő piaci instrumentumok. Ebből a szempontból van annak létjogosultsága, hogy a kötvényeket részvényutalványokkal együtt értékesítsék ahelyett, hogy átváltható értékpapírok kibocsátásával teremtsék meg az ugyanolyan mértékű hígulási tényezőt. Amennyiben a részvényutalványok mennyisége viszonylag kicsi, akkor nem érdemes túl komolyan venni az elméleti problémájukat; ha a forgalomban lévő részvényekhez képest viszont igen jelentős a részvényutalvány-kibocsátás, akkor az minden valószínűség szerint a vállalat fejnehéz forrás szerkezetére, vagyis az előresorolt értékpapírok túl nagy arányára utal. Helyette inkább törzsrészvényeket kellene értékesíteni. Így a részvényutalványé mint finanszírozási mechanizmus elleni támadásunk fő célja nem az, hogy elítéljük a közepes méretű kötvény kibocsátásokkal kapcsolatos használatukat, hanem az, hogy felemeljük szavunkat az ilyen típusú hatalmas „papírpénzszörnyek” indokolatlan létrehozása ellen.

Kommentár a 16. fejezethez

... a mit te vetsz, nem elevenedik meg, hanemha megrothadánd.

(Korinthusbeliekhez írt I. levél - XV:36)

Váltási láz

Annak ellenére, hogy az átváltható kötvényeket „kötvényeknek” nevezik, részvényekként viselkednek, opciókként működnek, és homály övezi őket.

Átváltható kötvénytulajdonosaként opcióval is rendelkezünk: megtarthatjuk a kötvényt, és továbbra is megkapjuk a kamatát, vagy meghatározott arányban becserélhetjük a kibocsátó vállalat törzsrészvényére. (Az opció adott árfolyamon és meghatározott időtartamban vételi vagy eladási jogot biztosít tulajdonosának egy másik értékpapírra.) Mivel részvényekre cserélhetők be, az átváltható kötvények a hasonló jellemzőkkel bíró kötvények többségénél alacsonyabb kamatokat fizetnek. Ha viszont egy vállalat részvényének árfolyama dübörög, akkor az adott részvényre cserélhető átváltható kötvény is sokkal jobban fog teljesíteni, mint a hagyományos kötvények. (Ennek fordítottja is igaz, egy tipikus átváltható kötvény - alacsonyabb kamatlábával - rosszabbul fog muzsikálni egy gyengülő kötvénypiacon.)¹

Az Ibbotson Associates számításai szerint 1957 és 2002 között az átváltható kötvények 8,3 százalékos éves átlagos hozamot értek el - ami csupán két százalékkal marad el

1 Gyors példa arra, hogy miként működnek az átváltható kötvények a gyakorlatban: a DoubleClick, Inc. 4,75 százalékos kamatozású átváltható, alárendelt kötvényeket bocsátott ki 1999-ben. Évi 47,50 dollár kamatot fizetnek, és egyenként a vállalat 24,24 darab törzsrészvényére válthatók át, így az „átváltási arány” 24,24. 2002 végén a DoubleClick részvényének árfolyama 5,66 dollár volt, így a kötvények „átváltási értéke” 137,20 dollárra rúgott (5,66 dollár x 24,24). A kötvényekkel ennél mégis nagyjából hatszor drágábban, 881,30 dolláron kereskedtek - így 542 százalékos „átváltási prémium” vagyis az átváltási érték feletti többlet keletkezett. Ha valaki ezen az árfolyamon vásárolta meg a kötvényt, igen sokáig tartott volna, míg eléri a fedezeti pontot, vagyis amikor a kötvényből származó jövedelme elérte volna annak bekerülési költségét. (Nagyjából 750 dollárral az átváltási értéke felett fizetett a kötvényért, így közel 16 évi, egyenkénti 47,50 dollárnyi kamatfizetésre lenne szükség, hogy visszakapja ezt az átváltási prémiumot.) Mivel minden DoubleClick-kötvény valamivel több mint 24 törzsrészvényre váltható át, a részvénynek 5,66 dollárról több mint 36 dollárra kell emelkednie ahhoz, hogy az átváltás gyakorlati lehetőség legyen a kötvény 2006-os lejáratá előtt. Ilyen részvényhozam nem lehetetlen ugyan, ám a csodával határos. Ennek a konkrét kötvénynek a kamathozama - tekintettel az átváltás alacsony valószínűségére - nem tűnik elégségesnek.

Kommentár a 14. fejezethez

a részvények teljes hozamától, ám azoknál stabilabb árak és mérsékeltbb veszteségek jellemzik.² Nagyobb jövedelem, kisebb kockázat, mint a részvények esetében: nem csoda, hogy a Wall Street-i értékesítők gyakran a „két világ legjobb kombinációjaként” méltatják az átváltható kötvényeket. Ám az intelligens befektető gyorsan felismeri, hogy az átváltható kötvények kevesebb jövedelmet hoznak, és nagyobb kockázatot jelentenek, mint a *kötvények* többsége. Ugyanezzel a logikával és legalább ugyanennyi igazsággal nevezhetnénk őket a „két világ legrosszabb kombinációjának” is. Hogy melyik igaz, leginkább attól függ, hogyan használjuk őket.

Az átváltható kötvények a valóságban inkább működnek részvényként, mint kötvényként. Hozamuk körülbelül 83 százalékban a Standard & Poor's 500 részvényindexével, és csupán 30 százalékban az államkötvények teljesítményével korrelál. Így amikor az átválthatók, „cikkben” akkor a kötvények többsége „cakkban” halad. A pénzeszközök nagy részét vagy egészét kötvényekben tartó konzervatív befektető számára lehet értelme annak, hogy portfólióját átváltható kötvények diverzifikált csomagjával kiegészítve a részvényekéhez hasonló hozamot érhesse el anélkül, hogy a közvetlenül részvényekbe történő befektetés számára ijesztő lépését meg kellene tennie. Az átváltható kötvényeket „bátortalanoknak való részvényeknek” is nevezhetnénk.

Ahogy arra F. Barry Nelson, az Advent Capital Management átváltható értékpapírok foglalkozó szakértője rámutatott, ez a mintegy 200 milliárd dolláros piac Graham kora óta virágzik. A legtöbb átváltható kötvény napjainkban közepes lejáratú, hét-tíz éves futamidejű; körülbelül a fele befektetési besorolású; és sok közülük rendelkezik valamilyen visszahívás elleni védelemmel (ami a korai visszavásárlásukat akadályozza meg). Mindezek a tényezők a korábnál kevésbé kockázatosá teszik őket.³

Költséges dolog az átváltható kötvények kis kötésegyiségeivel kereskedni, és a diverzifikáció is gyakorlatilag megvalósíthatatlan, ha nincs legalább 100000 dollárunk, amit ebben a szektorban kívánunk befektetni. Szerencsére napjaink intelligens befektetőjének lehetősége nyílik alacsony költségű, átváltható kötvényekre szakosodott befektetési alap vásárlására. A Fidelity és a Vanguard jóval 1 százalék alatti éves költségekkel működő befektetési alapokat kínál, és számos olyan zártvégű alap is elérhető, amely reális költségeket számít fel (és alkalmanként a nettó eszközértékhez képest diszkonttal vásárolható meg).⁴

2 Mint oly sok, a Wall Streeten emlegetett múltbeli eredmény, ez is csupán elméleti. Azt a hozamot mutatja, amelyet egy, az összes jelentős átváltható kötvényt tartalmazó képzeletbeli indexalappal lehetett volna elérni. Az alapkezelői díjakat és a kereskedési költségeket (amelyek átváltható értékpapírok esetén jelentősek lehetnek) nem tartalmazza. A valóságban mintegy két százalékponttal alacsonyabb lett volna a tényleges hozam.

3 Mindazonáltal az átváltható kötvények többsége a többi hosszú lejáratú adóssághoz és bankhitelhez képest hátrасorolt marad - így csőd esetén az átváltható papírok tulajdonosainak nincsen elsőbbségi jogosultságuk a vállalat eszközeire. És bár korántsem olyan kockázatosak, mint a magas hozamú, bővli kötvények, sok átváltható értékpapírt még mindig a kiválónál rosszabb hitelminősítéssel rendelkező vállalatok bocsátanak ki. Ráadásul az átváltható piac nagy része fedezeti alapok kezében van, amelyek villámgyors kereskedése csak fokozhatja az árák volatilitását.

4 További részletekért lásd www.fidelity.com, www.vanguard.com és www.morningstar.com. Az intelligens befektető *soha* nem vásárol olyan átváltható kötvény-alapot, amelynek éves működési költségei meghaladják az 1,0 százalékot.

Kommentár a 16. fejezethez

A ravaszság és a bonyolultság kéz a kézben jár a Wall Streeten - és az átváltható kötvények sem jelentenek kivételt ez alól. Újabb változataik között tekervényes érték-papírokat találunk, amelyek olyan betűszavak mögé bújnak, mint a LYONS, az ELKS, az EYES, a PERCS, a MIPS, a CHIPS és a YEELDS. Ezek a bonyolult instrumentumok megálljt parancsolnak potenciális veszteségeinknek, ám gyakran a potenciális nyereségünket is korlátozzák, és sok esetben arra kényszerítenek, hogy rögzített időpontban törzsrésztvényre váltsuk át őket. A veszteség elleni védelmet magában foglaló befektetések nagy részéhez hasonlóan (lásd a 347. oldalon lévő *keretes írást*) általában ezek is több bajt okoznak, mint amennyit érnek. A legjobban úgy óvhatjuk meg magunkat a veszteségtől, hogy nem vásároljuk meg ezeket a csalafinta instrumentumokat, hanem intelligens módon diverzifikáljuk teljes portfóliónkat a készpénz, a kötvények, illetve az amerikai és a külföldi értékpapírok között.

Rántsuk le a leplet a fedezett vételi opcióról!

Ahogy a medve piac éles karmaival egyre jobban belevágott a 2003-as évbe, egy régi hóbertot húzott a felszínre: a fedezett vételi opció kiírását. (A Google-ban az angol „covered call writing” kifejezésre rákeresve mintegy 342 ezer találatot kapunk.) Mik ezek a fedezett vételi opciók, és hogyan működnek? Tegyük fel, hogy egyenként 95 dolláros árfolyamon vásárolunk 100 darab Ixnay Corp.-részvényt. Ezt követően vételi opciót adunk el (írunk ki) részvényeinkre (vagyis eladási kötelezettséget vállalunk), amiért cserébe „opciós díjat” kapunk. (Tegyük fel, hogy részvényenként 10 dollárt.) Az opció vásárlója ezzel szerződéses jogot szerez, hogy a közösen megállapodott áron - mondjuk 100 dolláron - megvásárolja Ixnay-részvényeinket. Mindaddig megtartjuk papírjainkat, ameddig 100 dollár alatt marad az árfolyamuk, és gazdagabbak vagyunk a busás 1000 dolláros opciós díjjal, amely pufferként véd az Ixnay-részvény áresése ellen. Kevesebb kockázat, nagyobb jövedelem. Hol itt a probléma?

Képzeljük most el, hogy az Ixnay árfolyama egyik napról a másikra 110 dollárra ugrik. Az opció vevője élni fog vételi jogosultságával, és darabonként 100 dolláros árfolyamon bezsákolja részvényeinket. Megmaradt ugyan az 1000 dolláros bevételünk, ám nála vannak Ixnay-részvényeink - és minél jobban felmegy az árfolyamuk, annál dühösebbek leszünk magunkra.¹

Mivel a részvények potenciális nyeresége korlátlan, a veszteség pedig legfeljebb 100 százalékot tehet ki, ez a stratégia egyvalakit gazdagít: a brókert. Korlátozzuk ugyan a veszteségeinket, ám egyúttal potenciális nyereségünk felső határát is megszabjuk. Az egyéni befektetők számára soha nem éri meg a veszteség korlátozása érdekében feláldozni a nyereség nagy részét.

¹ Megtehetnénk, hogy visszavásároljuk a vételi opciót, ám akkor kénytelenek volnánk veszteséget realizálni rajta - és az opciókat még a részvényekénél is magasabb kereskedési költségek jellemzik.

17- FEJEZET

Négy szélsőségesen tanulságos esettanulmány

A címben szereplő „szélsőségesen” kitétel egyfajta szójáték, mert a fejezet során a közelmúltban a Wall Streeten megtörtént, valamilyen szempontból szélsőséges eseteket mutatunk be. Rendkívül tanulságosak, ráadásul komoly figyelmeztetést adnak mindenkinek, aki közelebbi kapcsolatban áll a részvények és kötvények világával - nemcsak a hétköznapi befektetőknek és spekulánsoknak, hanem a professzionális szakembereknek, az értékpapír-elemzőknek, az alapkezelőknek, a vagyonekezelőknek, sőt még a vállalatokat hitelező bankároknak is. A négy bemutatandó vállalat, illetve az extrém helyzetek, amelyekre példát láthatunk:

Penn Central (Railroad) Co. Szélsőséges példája annak, hogyan hagyták figyelmen kívül a pénzügyi gyengeségre intő legelemibb jeleket - a hibát mindenki elkövette, akinek a vállalat kötvényeit vagy részvényeit kellett volna figyelemmel kísérnie. Őrülten magas piaci árfolyam egy rogyadozó óriás részvényeiért.

Ling-Temco-Vought, Inc. A gyors és megalapozatlan „birodalomépítés” extrém esete, amikor a szinte garantált végső összeomlást a felelőtlen banki hitelezés is elősegíti.

NVF Corp. Szélsőséges példa olyan típusú vállalatfelvásárlásra, amelyben egy kis társaság elnyel egy nála hétszer nagyobbat; az akvizíció hatalmas adósságot okoz, a vezetőség pedig elképesztő számviteli praktikákhoz folyamodik.

AAA Enterprises. Szélsőséges példa egy kisvállalat részvénykibocsátás általi finanszírozására; a vállalat értékét a „franchise” varázsszóra alapozták - más egyébre nem is igazán lehetett -; a kibocsátást jelentős brókercégek bonyolították le. A magas ajánlati ár duplájára emelkedett a meggondolatlan részvénypiacon, majd a kibocsátástól számított két éven belül jött a csőd.

A Penn Central esete

Eszközértékét és bruttó bevételeit tekintve az ország legnagyobb vasúttársaságáról van szó. 1970-ben bekövetkezett csődje megrázta a pénzügyi világot. A vállalat kötvényeinek legnagyobb része után nem tudott fizetni, és fennállt a veszélye annak, hogy teljesen fel kell hagynia a működéssel. Értékpapírjainak árfolyama drámai mértékben zuhant, részvényei az 1968-ban elért csúcstról, 86,5 dollárról

5,5 dollárra estek 1970-ben. (Szemernyi kétségünk sem lehet azt illetően, hogy a reorganizáció keretében ezeket a részvényeket meg fogják semmisíteni.)*

Alapvetően azt gondoljuk, hogy az értékpapír-elemzés legegyszerűbb szabályainak, illetve a befektetések megbízhatóságának vizsgálatára alkalmas legegyszerűbb mérőszámok alkalmazásával már jóval a csőd előtt felismerhetők lettek volna a Perm Central rendszer alapvető gyengeségei - már 1968-ban is, amikor a részvények az 1929 utáni időszak árfolyamcsúcsán forogtak, és amikor a vállalat kötvényeit ugyanazon az áron lehetett közműszolgáltatók ugyanolyan névleges kamatozású, kellően biztonságos kötvényeire cserélni. A következő megjegyzéseink adódnak az esettel kapcsolatban:

1. Az S&P *Bond Guide* adatai szerint a vállalat kamatkötelezettségeit 1,91-szer és 1,98-szor haladta meg az 1967-es, illetve az 1968-as nyereség. A *Security Analysis* című tankönyvünkben szokásos kamatszint mellett az adózás előtti nyereséghez viszonyítva minimálisan ötszörös, az adózott nyereséghez viszonyítva pedig legalább 2,9-szeres kamatfedezetet írtunk elő a vasúttársaságok kötvényeihez. Tudomásunk szerint soha egyetlen befektetési szakteknitely nem kérdőjelezte meg ezen általunk ajánlott küszöbértékek érvényességét. Az *adózott* nyereségre vonatkozó követelményeink alapján a Perm Central nem felelt meg a biztonságra vonatkozó elvárásunknak. Ám az adózás utáni követelményünk az adózás előtti, *ötszörös* arányra épül, amely esetében a szokásos társasági adó a kamatfizetési kötelezettség után lett levonva. A Penn Central azonban az előző 11 évben *nem fizetett társasági adót!* Ily módon adózás előtti kamatkötelezettségeinek fedezete kevesebb mint kétszeres volt-ami messze elmarad a mi óvatos ötszörös követelményunktől.

2. A tény, hogy a vállalat ilyen hosszú ideje nem fizetett társasági adót, komoly kérdéseket kellett volna, hogy felvessen a jelentett eredményei *valódiságát* illetően.

3. A Penn Central kötvényeit 1968-ban és 1969-ben árfolyam- és kamatveszteség nélkül lehetett volna sokkal biztonságosabb értékpapírokra cserélni. 1969-ben például a Pennsylvania RR (a Penn Central része) 4,5 százalékos névleges kamatozású, 1994-es lejáratú kötvényeinek árfolyama a 61-74,5 százalékos sávban mozgott, miközben a Pennsylvania Electric Co. 4,375 százalékos, szintén 1994-es lejáratú kötvénye a 64,25-72,25 százalékos tartományban ingadozott. A közműszolgáltató adózás előtt a kamatkötelezettségei 4,2-szeresének megfelelő eredményt ért el, szemben a Penn Central csupán 1,98-szoros fedezeti mutatójával; 1969 folyamán az utóbbi eredményei határozottan romlottak. Egy ilyen típusú csere egyértelműen indokolható lett volna, és életmentőnek bizonyult volna

* Mennyire „sokkolta” a pénzügyi világot a Penn Central 1970. június 20-21-ei, a hétvégén bejelentett csődje? Június 19-én, pénteken, a Penn Central részvényeinek záró ára 11,25 dollár volt - nem egy olyan árfolyam, amely arra utalna, hogy a vállalat be fogja szüntetni a működését. Az elmúlt időszakban az olyan részvények is, mint az Enron vagy a WorldCom, viszonylag magas áron forogtak közvetlenül azt megelőzően, hogy a társaságok csődvédelemért folyamodtak volna.

Az intelligetis befektető

a Penn Central kötvényeseinek. (1970 végén a vasúttársaság kötvénye bedőlt, és mindössze 18,5 százalékos árfolyamon forgott, miközben a közművállalaté 66,5 százalékon zárt.)

4. A Penn Central részvényenként 3,80 dollár nyereséget jelentett 1968-ban; az ebben az évben elért 86,5 dolláros árfolyamcsúcs 24-szerese volt ennek az eredménynek. Minden, a pénzt megérő elemzőnek el kellett volna gondolkodnia, hogy mennyire lehet „valóságos” egy ilyen jelentett eredmény, ha egyáltalán nem kell utána társasági adót fizetni.

5. Az 1966-os évre az egyesüléssel létrejött vállalat” részvényenként 6,80 dolláros „nyereséget” jelentett - ennek fényében emelkedett később a részvény 86,5 dolláros árfolyamcsúcsára. Ezt azt jelentette, hogy a piac több mint 2 milliárd dollárra értékelte a vállalat részvényeit. Vajon a vevők közül hányan voltak ekkor tisztában azzal, hogy ez a csinos kis nyereség egy 275 millió dolláros, vagyis részvényenként 12 dolláros egyszeri tétel figyelembevételé előtti nyereség volt, amely tétel a fúzióval kapcsolatban felmerülő, 1971-ben elszámolandó „költségeket és veszteségeket” tartalmazta? Óh, a Wall Street tündérvilága, ahol egy vállalat egyszerre jelenthet 6,80 dolláros részvényenkénti „profitot” és 12 dolláros rendkívüli „költséget és veszteséget”, a részvényesek és a spekulánsok pedig vígan dörzsölik a tenyerüket!”

6. Egy, a vasúttársaságokra szakosodott elemzőnek már régóta tudnia kellett volna, hogy a Penn Central a nyereségesebb viszonylatokhoz képest nagyon gyengén működött. Például 1968-as szállítási aránya 47,5 százalék volt, míg szomszédja, a Norfolk & Western 35,2 százalékos hasonló értéket jegyzett.”*

7. Menet közben furcsa számviteli eredményeket produkáló, különös tranzakciók zajlottak.¹ A részletekbe, lévén túl bonyolultak, itt és most nem mennénk bele.

KÖVETKEZTETÉS: Vitatható, hogy vajon jobb vállalatvezetéssel el lehetett-e volna kerülni a Penn Central csődjét. Ám az kétségtelen, hogy legkésőbb 1968 után egyetlen Penn Central-kötvény és -részvény sem maradhatott volna olyan értékpapírszámlán, amelyet hozzáértő értékpapír-elemzők, alapkezelők, vagyongazdálkodók vagy befektetési tanácsadók felügyeltek. *Tanulság:* Az értékpapír-elemzőknek mindenekelőtt az alapszintű feladataikat kellene ellátniuk, még mielőtt

* A Penn Centrala Pennsylvania Railroad és a New York Central Railroad 1966-ban bejelentett fúziójával jött létre.

** Az ilyen számviteli zsonglorkodás, amelyben a nyereséget úgy teszik közzé, mintha a „rendkívüli” vagy „egyszeri” tételek nem számítanának, a 90-es évek végén népszerűvé váló „pro forma” pénzügyi beszámolók előfutára volt (lásd a 12. fejezethez írt kommentárokat).

*** Egy vasúttársaság „szállítási aránya” (amire ma már inkább a működési arány kifejezést használják) a vonatok üzemeltetési költségeinek és a vasúttársaság összbevételének arányát mutatja. Minél magasabb ez az érték, annál kevésbé hatékony az adott vasút. Napjainkban már a 70 százalékos arány is kiválónak minősül.

a részvénytőzsi mozgásokat vizsgálják, kristálygömbökbe bámulnak, komplikált matematikai számításokat végeznek, vagy ingyen kapott tanulmányutakra mennek.'

Ling-Temco-Vought, Inc.

A következő történet az eszeveszett bővülésről, majd a hanyatt-homlok történő eladósodásról szól, és borzalmas veszteségekkel, valamint pénzügyi problémák tömkelegével ér véget. Ahogy az ilyenkor általában lenni szokott, elsősorban egy szőke ifjú, egy „fiatal zseni” volt felelős a hatalmas birodalom felépítéséért és szégyenletes bukásáért is; a fejlemények ilyenén alakulásért azonban mások is jócskán hibáztathatók."

A Ling-Temco-Vought tündöklése és bukása a legjobban az 1958-1970-es periódusból kiválasztott öt év sűrített eredménykimutatásai és mérlegképletei bemutatásával foglalható össze. Pontosán ez látható a 27.2. táblázatban. Az első oszlop a vállalat szerény indulását mutatja az 1958-as adatokkal, amikor a bevételek csupán 7 millió dollárt tettek ki. A következő adatok 1960-ra vonatkoznak; a cég mindössze két év alatt hússzorosára nőtt, ám még mindig viszonylag kicsiny volt. Aztán következnek az aranykor évei 1967-ig, illetve 1968-ig, amikor a bevétel ismét hússzorosára, 2,8 milliárd dollárra nőtt, ám időközben a hitelállománya is 44 millióról az igen tekintélyes 1653 millió dollárra bővült. 1969-ben új akvizíciókra került sor, az adósság ismét hatalmasat nőtt (összesen 1865 millió dollárra!), és megkezdődtek a komoly bajok. Az egyszeri tételekkel együtt a vállalat hatalmas veszteséget jelentett erre az évre; a részvényárfolyam az 1967-es történelmi csúcsponton, 169,5 dollárról 24 dolláros minimumra esett; a fiatal zsenit leváltották a vállalat éléről. Az 1970-es eredmények még ennél is borzalmasabbak voltak. A vállalat végleges nettó vesztesége közel 70 millió dollárra rúgott; a részvényárfolyam 7,125 dolláros új mélypontra zuhant, legnagyobb kötvénykibocsátásának papírjait pedig hitvány 15 százalékon jegyezték. A vállalat expanziós politikája

* A Penn Central ma már csak kódos emlék. 1976-ban elnyelte a Consolidated Rail Corp. (Conrail), egy, a szövetségi állam által alapított holdingvállalat, amely számos csődbe jutott vasúttársaságot gyűjtött magába. A Conrail nyilvános részvénykibocsátást hajtott végre 1987-ben, majd 1997-ben a CSX Corp. és a Norfolk Southern Corp. közösen felvásárolta.

** A Ling-Temco-Vought, Inc.-et James Joseph Ling vállalkozó alapította 1955-ben, aki az első 1 millió dollár értékű részvényét úgy adta el a nagyközönségnek, hogy a Texasi Állami Vásáron egy standot kibérelve tukmálta a látogatókra a kibocsátási tájékoztatóját, saját maga befektetési bankárjává válva ezzel. Sikere lehetővé tette, hogy több tucat különféle vállalatot vásároljon fel, amelyekért szinte kivétel nélkül LTV-részvényekkel fizetett. Minél több vállalatot szerzett meg az LTV, annál magasabbra emelkedett részvénye árfolyama; és minél magasabb árfolyamon jegyezték a részvényeit, annál több vállalatot tudott megvásárolni. 1969-re az LTV a legnagyobb amerikai vállalatokat tartalmazó *Fortune 500-as* lista 14. cége lett. Ezt követően, ahogy Graham is bemutatja, az egész kártyavárként omlott össze. (Az LTV Corp., amely ma már kizárólag acélgyártással foglalkozik, a 2000-es évek végén csődvédelmet kért.) Az elsődlegesen felvásárlások révén növekvő vállalatokat „sorozatakvirálóknak” nevezzük - és a „sorozatgyilkos” kifejezéssel való analógia nem véletlen. Ahogy az LTV története is mutatja, a sorozatakvirálók szinte mindig pénzügyi haláleseteket és pusztítást hagynak maguk mögött. A befektetők, ha megérték ezt a leckét, elkerülték volna a 90-es évek olyan gyöngyszemeit, mint a Consecó, a Tyco és a WorldCom.

17.1. táblázat: *Ling-Temco-Vought, Inc., 1958-1970 (millió dollár, kivéve a részvényenkénti nyereséget)*

A. Működési eredmények	1958	1960	1967	1969	1970
Bevétel	6,9	143,0	1833,0	3750,0	374,0
Adózás és kamatfizetés előtti nyereség	0,552	7,287	95,6	124,4	88,0
Kamatkötelezettség	0,1 (becsült)	1,5 (becsült)	17,7	122,6	128,3
Nyereség/ kama tkötelezettség	5,5 x	4,8 x	5,4 x	1,02 x	0,68 x
Társasági adó	0,225	2,686	35,6	<i>cr. 15,2</i>	4,9
Egyszeri tételek				<i>dr. 40,6</i>	<i>dr.18,8</i>
Adózott eredmény egyszeri tételekkel	0,227	3,051	34,0	<i>dr. 38,3</i>	<i>dr. 69,6</i>
Mérleg szerinti eredmény	0,202	3,051	30,7	<i>dr. 40,8</i>	<i>dr. 71,3</i>
Részvényenkénti eredmény	0,17	0,83	5,56	<i>def. 10,59</i>	<i>def. 17,18</i>
B. Pénzügyi helyzet					
Összes eszköz	6,4	94,5	845,0	2944,0	2582,0
1 éven belül lejáráó adósság	1,5	29,3	165,0	389,3	301,3
Hosszú lejáratú adósság	0,5	14,6	202,6	1.500,8	1394,6
Saját tőke	2,7	28,5	245,0 ^t	<i>def.12,0*</i>	<i>def. 69,0*</i>
Mutatószámok					
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	1,27 x	1,45 x	1,80 x	1,52 x	1,45 x
Saját tőke/hosszú lejáratú adósság	5,4 x	2,0 x	1,2 x	0,17 x	0,13 x
Piaci árfolyam sávja		28-20	169,5-109	97,75-24,125	29,5-7,125

•„Adósságdizkont eszköz” nélkül és az elsőbbségi részvények visszaváltási értékével csökkentve.

I Ahogy közzétették.

cr.: „jöváírás” (itt: az adóízetési kötelezettségre negatív adó adódik, így a vállalatnak nem kell társasági adót fizetnie.)

dr.: „terhelés”(itt: kiadás, negatív egyenleg - *A kontrollszerk.*)

def.: veszteség.

Négy szélsőségesen tanulságos esettanulmány

éles fordulatot vett, számos fontos érdekeltiségét piacra dobta, és némi előrelépést sikerült tenni a tengernyi kötelezettség csökkentésében.

A táblázatban szereplő számok **olyannyira** önmagukért beszélnek, hogy csupán néhány további megjegyzést érdemes tennünk:

1. A vállalat bővülési időszaka nem volt töretlen. 1961-ben kismértékű működési veszteséget szenvedett el, és - olyan praktikát alkalmazva, amellyel később oly sok 1970-es évi pénzügyi beszámolóban találkozhattunk - a vezetés szemmel láthatóan úgy döntött, hogy minden lehetséges költséget és tartalékot ebbe az egy rossz évbe zsúfol bele.* Ezek együttesen mintegy 13 millió dollárt tettek ki, amely meghaladta az előző három év összesített nyereségét. A cég készen állt arra, hogy 1962-től kezdődően „rekorderedményekről” számoljon be.

2. 1966 végén az anyagi eszközök nettó értékének részvényenként 7,66 dollár adódott (a 3:2 arányú részvényfelaprózásnak megfelelően korrigálva). Így 1967-ben a piaci árfolyam a jelentett eszközérték 22-szeresét (!) tette ki. 1968 végén a mérleg szerint 286 millió dollár értékű eszköz jutott a 3 800 000 darab törzsrészvényre és AA osztályú részvényre, ami papíronként körülbelül 77 dollárt jelent.

Ám ha teljes értéken levonjuk az elsőbbségi részvényeket, illetve nem számoljuk a goodwill tételeket és a hatalmas kötvénydiszkont „eszközt”, akkor már csupán 13 millió dollár marad a törzsrészvényeseknek - ez részvényenként mindössze 3 dollár. Ezeket a vállalat kezében lévő tényleges dologi javakat a következő évek veszteségei mind felemésztették.

3. 1967 végén két igen jó nevű befektetési bank működött közre 600000 darab Ling-Temco-Vought-részvény 111 dolláros árfolyamon történő kibocsátásában. A papír 169,5 dolláros árfolyamcsúcson tetőzött. Kevesebb mint három éven belül az árfolyam 7,125 dollárig esett.**

* Ez az aljas hagyomány, a vállalat valódi nyereségének átszervezési költségekkel történő álcázása a mai napig fennmaradt. Az összes lehetséges költség egy adott évre történő felhalmozását angolul „big bath” vagy „kitchen sink” típusú könyvelésnek nevezik - vagyis mindent beletesznek a nagy tálba, vagy leengedik a lefolyón. Ez a számviteli trükk lehetővé teszi a vállalatoknak, hogy a következő évben könnyedén mutassanak ki szembetűnő növekedést - ám a befektetők nem szabad, hogy a vállalat jó gazdasági állapotának tulajdonítsák azt.

** A „kötvénydiszkont eszköz” azt jelenti, hogy az LTV névérték alatt vásárolt meg egyes kötvényeket, és annak alapján, hogy a papírokat végül majd névértéken lehet eladni, eszközként kezelte a diszkontot. Graham joggal háborodik fel ezen, hiszen igen ritkán lehet azt biztosan tudni, hogy egy jövőbeli időpontban mennyi lesz egy kötvény piaci ára. Ha a kötvényeket csak névérték *alatti* áron lehet eladni, akkor ebből az „eszközből” valójában kötelezettség lesz.

*** Csak elképzelni tudjuk, hogy Graham mitgondolt volna azokról a befektetési bankokról, amelyek 1998 decemberében az InfoSpace, Inc. nyilvános kibocsátását szervezték. A részvény (a későbbi felaprózásoknak megfelelően korrigálva) 31,25 dolláron kezdte a nyilvános kereskedést, 2000 márciusában 1305,32 dolláros árfolyamcsúcson tetőzött, majd 2002-t a szerény 8,45 dolláros szinten zárta.

Az intelligens befektető

4. 1967 végén a banki hitelek állománya 161 millió dollárt, egy évvel később pedig 414 millió dollárt tett ki - ami rémisztő érték kellett volna, hogy legyen. Ráadásul a hosszú lejáratú adósság is 1237 millió dollárra rúgott. 1969-re a teljes adósság értéke 1869 millió dollárra emelkedett. Könnyen lehet, hogy ez - a felülmúlhatatlan Standard Oil of N.J.-t leszámítva - minden más ipari vállalat adósságállományát meghaladja.

5. Az 1969-es és 1970-es veszteségek messze felülmúlták a vállalat alapítása óta elért összes nyereséget.

TANULSÁG: A Ling-Temco-Vought történetével kapcsolatban az első kérdés, amelyik bennünk felmerül: vajon miként tudták a kereskedelmi bankokat meggyőzni, hogy az expanziós időszak során ilyen hatalmas összeggel hitelezzék a vállalatot? A cég kamatkötelezettségeinek fedezete sem 1966-ban, sem korábban nem felelt meg konzervatív mérőszámainknak, és ugyanez a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek, illetve a saját tőke és a teljes adósság arányaira is fennáll. Ám a következő két évben a bankok további közel 400 millió dollár hitellel finanszírozták a vállalat folytatódó „diverzifikálását”. Ez nekiksem volt jó üzlet, de a vállalat részvényesei számára még rosszabb következményekkel járt. Ha ebből okulva a kereskedelmi bankok távol maradnak az ilyen típusú, nem megalapozott bővülések támogatásától és finanszírozásától, végül még valami előnyünk is származhat a Ling-Temco-Vought esetéből.*

Az NVF felvásárolja a Sharon Steelt (az állatorvosi ló tipikus példája)

1968 végén az NVF Company 4,6 millió dollár hosszú lejáratú adóssággal, 17,4 millió saját tőkével, 31 millió bevétellel és - egy 374000 dollár értékű, egyszeri pozitív tétel nélkül - 502 000 dollár adózott eredménnyel rendelkező vállalat volt. A cég profilját „vulkánfíber és műanyagok” alkották. A vállalatvezetés elhatározta, hogy felvásárolja a Sharon Steel Corp.-t, amely 43 millió dollár hosszú lejáratú adóssággal, 101 millió saját tőkével, 219 millió bevétellel és 2 929 000 dollár adózott nyereséggel rendelkezett. Ily módon a felvásárolni kívánt vállalat hétszer nagyobb volt, mint az NVF. 1969 elején az NVF ajánlatot tett a Sharon összes részvényére. Részvényenként egy darab 70 dollár névértékű, 5 százalékos kamatozású, 1994-es lejáratú, hátrasorolt NVF-kötvényt, plusz 22 dolláros árfolyamon másfél NVF-részvény megvásárlására jogosító részvényutalványt ajánlottak fel. A Sharon vállalatvezetése hevesen tiltakozott a felvásárlási kísérlet ellen, ám mindhiába. Az NVF az ajánlat keretében a Sharon-részvények 88 százalékát szerezte meg. Ehhez mintegy 102 millió dollár értékben bocsátott ki 5 százalékos kamatozású

* Graham csalódottan - de biztosak vagyunk abban, hogy meglepetés nélkül - konstatálná, hogy a kereskedelmi bankok továbbra is krónikus módon támogatják a „nem megalapozott bővüléseket”. Az Enron és a WorldCom csődjét, vagyis a vállalati történelem két legnagyobb összeomlását több milliárd dollár értékű bankhitel támogatta és finanszírozta.

Négy szélsőségesen tanulságos esettanulmány

kötvényéből, illetve 2197000 részvényére jogosító részvényutalványt osztott ki a Sharon részvényeseinek. Amennyiben az ajánlat 100 százalékban sikeres lett volna, akkor az egyesített vállalat - az 1968-as évre vonatkozóan - 163 millió dollár adóssággal, mindössze 2,2 millió dollár (immateriális javak értéke nélküli) saját tőkével és 250 millió dollár bevétellel rendelkezett volna. Az adózott eredményt kissé bonyolult lett volna kiszámítani, de a vállalat az ügyletet követően részvényenként 50 centes adózás utáni veszteséget, illetve egy rendkívüli tétel figyelembevételével részvényenként 3 cent adózott nyereséget jelentett az NVF-részvényekre."

ELSŐ MEGJEGYZÉS: A 1969-es év során végbement felvásárlások közül kétségkívül ezt jellemezte a legszélsőségesebb pénzügyi aránytalanság. A felvásárló vállalat felvállalta a felelősségét egy új és fejnehéz adósságkötelezettségnek, és az ügylet érdekében nyereségből veszteségbe fordította 1968-as számított eredményét. Jól mutatja, milyen mértékben romlott a vállalat pénzügyi helyzete e lépés miatt, hogy az új, 5 százalékos kamatozású kötvényeknek a kibocsátás évében 42 százalék volt a legmagasabb árfolyama. Ez a kötvények és a vállalat jövőjének biztonságával kapcsolatos komoly kétségekre utalt; a vállalatvezetés azonban úgy aknáztta ki az ebben a kötvényárfolyamban rejlő lehetőséget, hogy - miként azt rövidesen bemutatjuk - körülbelül 1000000 dollárral csökkentette a vállalat éves társaságiadó-kötelezettségét.

Az 1968. évi beszámoló, amelyet a Sharon felvásárlása után tettek közzé, rövid összefoglalást adott a vállalat eredményeiről, az év végéig visszamenően. Két rendkívül szokatlan tételt tartalmazott:

1. Az eszközök között szerepel 58600000 dollár értékű, a „kötvénykibocsátás elhatárolt vesztesége” nevű tételt. Ez az összeg meghaladja a 40200 000 dollárra rúgó teljes „törzstőkét”.

2. A törzstőke azonban nem tartalmaz egy 20 700000 dollár értékű, a „névérték alatt vásárolt értékpapír bekerülési értéke és névértéke közötti különbözetből elhatárolt nyereség” nevű tételt.

* 1972 júniusában (röviddel azután, hogy Graham befejezte ezt a fejezetet), egy szövetségi bíró azt találta, hogy az NVF elnöke, Victor Posner jogszerűtlen módon arra használta a Sharon Stell nyugdíjalapjait, hogy „a leányvállalatokat segítse más társaságok felvásárlásában”. 1977-ben az Amerikai Értékpapír-és Tőzsdefelügyelet tevékenysége folytatásától véglegesen eltiltotta Posnert, az NVF-et és Sharon Steelt, hogy megakadályozza őket a szövetségi jogszabályok jövőbeni megszegésében és az értékpapírcsalás büntetettének elkövetésében. A felügyelet azt állította, hogy Posner és családja jogtalanul jutott 1,7 millió dollár értékű extra juttatáshoz az NVF-től és a Sharontól, 13,9 millió dollárral eltúlozta a Sharon adózás előtti nyereségét, meghamisította a leltárkimutatást, és „egyik évről a másikra csúsztatta a bevételeket és a kiadásokat”. A Sharon Steel, amelyet Graham szigorú és szkeptikus szemével kiszűrte, a Wall Street-i zsargonban a „Share and Steal”, vagyis az oszd meg és lopd el nevet kapta. Posner a későbbiekben központi szerepet játszott a tőkeáttételes kivásárlások és ellenséges felvásárlások hullámában, amely a 80-as években söpört keresztül az Egyesült Államokon, mivel ő lett a Drexel Burnham Lambert közreműködésével kibocsátott bővítő kötvények első számú vevője.

Az intelligetis befektető

MÁSODIK MEGJEGYZÉS: Ha kivesszük az eszközök közül az adósság elhatárolt veszteségét, mert az aligha tartozhat oda, és a saját tőke rubrikába soroljuk a másik tételt (ahol annak valójában szerepelnie kellene), akkor sokkal realisabb képet kapunk az NVF-részvényekre jutó tényleges dologi javak értékéről, amely 2200000 dollár. Így az ügylet első hatása az volt, hogy az NVF „tényleges tőkéjét” 17400000 dollárról 2200000 dollárra, vagyis 731000 részvénnyel számolva részvényenként 23,71 dollárról körülbelül 3 dollárra csökkentette. Ezen túlmenően az NVF részvényesei biztosítják mások számára a jogot, hogy a jelenleginél három és félszer több további részvényt vásároljanak hat ponttal az 1968-as piaci ár alatt. A részvényutalványok kezdeti piaci értéke akkoriban 12 dollár körül, vagyis összesen mintegy 30 millió dollár körül volt azok számára, akik érintve voltak a vételi ajánlatban. A részvényutalványok piaci értéke valójában jócskán meghaladta a forgalomban lévő NVF-részvények teljes piaci értékét - ez újabb bizonyság lehet a tranzakció „amikor a fark csóválja a kutyát” jellegére.

A számviteli trükkök

Amikor áttérünk erről a pro forma mérlegről a következő évi beszámolóra, számos furcsának tűnő tétel ötlük a szemünkbe. Az alapvető kamatköltségen (rongyos 7500000 millió dolláron) túlmenően 1795000 dollárt is levontak „hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok értékvesztése” címén. Ám ez utóbbit szinte teljes mértékben ellentételezi a következő sor egy igen szokatlan jövedelemtételle: „névérték alatt vásárolt értékpapír bekerülési értéke és névértéke közötti különbözetből elhatárolt nyereség időarányos része: 1650000 dollár jóváírás”. Az egyik kiegészítő mellékletben olyan bejegyzést láthatunk, amellyel egyetlen általunk ismert másik jelentésben sem találkoztunk még: a saját tőke egy részére akként hivatkoznak itt, mint „az akvizícióval kapcsolatban kibocsátott részvényutalványok valós piaci értéke, 22129000 dollár”.

Mi az ördögöt jelentenek ezek a bejegyzések? Az 1969-es beszámoló szöveges része egyikre sem utal. A képzett értékpapír-elemzőnek szinte detektív módjára, saját magának kell kibogoznia ezeket a rejtélyeket. Azt fogja találni, hogy az egész mögött az az ötlet áll, hogy a vállalat adóelőnyhöz jusson az 5 százalékos kamatozású kötvények alacsony kezdő árából. Azoknak az olvasóknak, akiket mélyebben is érdekel az eset, a 6. függelékben bemutatjuk saját megoldásunkat.

Egyéb szokatlan elemek

1. Közvetlenül az 1969-es év zárása után a vállalat nem kevesebb mint 650000 részvényutalványt vásárolt vissza, darabonként 9,38 dolláros árfolyamon. Ez egész rendkívüli, ha belegondolunk, hogy (a) az NVF-nek csupán 700000 dollár készpénze volt az év végén, és 4400000 dollár 1970-ben lejáró adóssággal rendelkezett (ebből egyértelműen következik, hogy a részvényutalványokért fizetett 6 milliót kölcsön kellett kérni); (b) olyan időben vásárolta vissza ezeket a „papírpénz” jellegű utal-

Négy szélsőségesen tanulságos esettanulmány

lányokat, amikor 5 százalékos kamatozású kötvényei kevesebb mint 40 százalékos árfolyamon forogtak - ami rendszerint a közelgő pénzügyi nehézségekre figyelmeztet.

2. Ezt részben ellentételezendő, a vállalat 5100000 dollár értékben visszavásárolta kötvényeit és az azokhoz tartozó 253000 részvényutalványt azzal, hogy ugyanilyen mennyiségű törzsrészcsemetét adott értékük cserébe. Ez azért volt lehetséges, mert az értékpapírpiacok szeszélye folytán az emberek 40 százalék alatt árulták az 5 százalékos kamatozású kötvényeket, míg az osztalékot nem fizető törzsrészcsemetét 13,5 dolláros átlagáron forgott.

3. A vállalat részvényprogramja keretében nemcsak részvényeket adott el alkalmazottainak, hanem jelentős számú részvényvásárlásra jogosító *részvényutalványt* is. A részvényekhez hasonlóan az utalványokat szintén 5 százalék kezdőrészlettel lehetett megvásárolni, a fennmaradó összeget pedig többéves részletekben kellett fizetni. Ez az általunk ismert egyetlen alkalmazotti részvényprogram, amelyben *részvényutalványokat* értékesítenek. Vajon hamarosan valaki feltalálja azt, hogy részletfizetéssel értékesítsen egy részvényvásárlásra jogosító utalvány vásárlására jogosító utalványt?

4. Az 1969-es év során az újonnan a vállalat irányítása alá került Sharon Steel Co. megváltoztatta nyugdíjkiadásainak számítás módját, illetve alacsonyabb értékcsökkenési kulcsokat kezdett alkalmazni. Ezek a számviteli változások hígítás előtt részvényenként körülbelül 1 dollárral növelték az NVF jelentett nyereségét.

5. 1970 végén a Standard & Poor's *Stock Guide* kiadványából kiolvashattuk, hogy az NVF részvényeinek árfolyam/nyereség hányadosa csupán 2 volt, a könyvecskében szereplő mintegy 4500 részvény közül a legalacsonyabb. Ahogy a régi Wall Street-i mondás tartja, ez „figyelemre méltó, feltéve, hogy igaz”. Az arány a 8,75 dolláros éves záró árból és az 1970 szeptemberében véget ért 12 hónapra számított részvényenkénti 5,38 dolláros „eredményből” adódott. (Ezekkel a számokkal a részvény csupán a nyereség 1,6-szeresén forgott.) Ám kiszámításakor nem vették figyelembe sem a jelentős hígulási tényezőt, sem az 1970 utolsó negyedében ténylegesen realizált negatív eredményeket. Amikor a teljes évre vonatkozó adatok végül megjelentek, részvényenként csupán 2,03 dollár nyereség jött ki, amely a hígítás hatását figyelembe véve tovább csökkent 1,80 dollárra. Érdeemes megemlíteni, hogy akkoriban a részvények és a részvényutalványok összesített piaci értéke mintegy 14 millió dollárt tett ki, szemben a 135 millió dolláros, kötvények formájában fennálló adóssággal - ami valóban nem egy túl egészséges tőkeszerkezetre utal.

* A jelentős hígulási tényező akkor jön be a képbe, ha az NVF-alkalmazottak élnek a részvényutalványuk által biztosított jogokkal, és törzsrészcsemetét vásárolnak. A vállalatnak ekkor további részvényeket kellene kibocsátania, és adózott eredményét több forgalomban lévő részvény között kellene felosztania.

AAA Enterprises

Történelem

Mintegy 15 évvel ezelőtt egy Williams nevű főiskolai diák mobilházakat - vagy ahogy akkoriban nevezték - lakókocsikat kezdett árulni.* 1965-ben részvénytársasággá alapította vállalkozását. Abban az évben 5800000 dollár értékben adott el mobilházakat, és 61000 dollár adózás előtti nyereséget ért el. 1968-ban csatlakozott a „franchise” mozgalomhoz, és értékesítési jogot adott el, hogy mások az ő üzleti nevét felhasználva forgalmazzanak mobilházakat. Ezenkívül az a fényes ötlete támadt, hogy - mobilházait irodákként használva - üzletszerűen készít személyijövedelemadó-bevallásokat az emberek számára. Létrehozta a Mr. Tax of America nevű leányvállalatát, és természetesen franchise jogokat kezdett értékesíteni másoknak, hogy használják az ötletét és a nevét. A vállalat részvényeinek számát 2710000-re növelte, és készen állt a nyilvános részvénykibocsátásra. Kiderült, hogy az egyik legnagyobb bróker cég, másokkal egyetemben, hajlandó lebonyolítani az ügyletet. 1969 márciusában 500000 darab AAA Enterprises-részvényt ajánlottak fel 13 dolláros árfolyamon. Az ügylet során 300000 darabot a Williams, 200000 darabot pedig a vállalat tulajdonában lévő papírokból értékesítettek, az AAA így további 2400000 dollár forráshoz jutott. A részvényárfolyam azonnal a duplájára, 28 dollárra emelkedett, így a vállalat részvényeinek értéke 84 millió dollárra ugrott, szemben a körülbelül 4200000 dolláros könyv szerinti értékkel és a valaha jelentett legmagasabb, 690000 dolláros nyereséggel. Hv módon a részvény aktuális (és legnagyobb) részvényenkénti nyereségének szerény 115-szörösén forgott. Williams kétségkívül azért választotta az AAA Enterprise nevet, hogy az első között legyen a telefonkönyvekben és a szakmai adatbázisokban. Ennek folyományaként a vállalat a Standard & Poor's *Stock Guide* című kiadványában is az elsőként megjelenő részvény lett. Abou Ben Adhem nevéhez hasonlóan ez is az összes többit megelőzi."

* Jackie G. Williams 1958-ban alapította az AAA Enterprises! A részvények az első kereskedési napon valósággal szárnyaltak 56százalékot emelkedve 20,25 dolláron zártak. Williams később bejelentette, hogy az AAA minden hónapban új franchise ötlettel fog kirukkolni (ha az emberek belépnek mobilházaik ajtaján, és jövedelemadó-bevallásukat Mr. Tax of Americával készítetik el, képzeljük csak el, mi minden mást csinálhatnának még a lakókocsijukban!). Ám az AAA hamarabb kifutott a pénzből és az időből, mint ahogy Williamsnek elfogytak volna az ötletei. Az AAA Enterprises története egy későbbi vállalat sagájára emlékeztet, amely karizmatikus vállalatvezetéssel, ám szerény eszközökkel bírt: a ZZZZ Best nagyjából 200 millió dollár piaci értéketért a 80-as évek végén, noha ipari porszívókra alapított vállalkozása gyakorlatilag egy telefonvonalból és egy Barry Minkow nevű tizenéves által vezetett, bérelt irodából állt. A ZZZZ Best tönkrement, Minkow pedig börtönbe került. Amikor ezt olvassuk, valaki minden bizonnyal egy hasonló céget gründol, és „befektetők” egy új generációját fogja megvezetni. Ám, akik olvasták Graham könyvét, nem fogják hagyni, hogy bepalizzák őket.

** A brit romantikus költő, Leigh Hunt (1784-1859) által írt „Abou Ben Adhem” című versben egy igaz muzulmán lát egy angyalt, aki aranykönyvbe írja „azok nevét, akik szeretik az Urat! Amikor az angyal közli Abouval, hogy a neve nincs közöttük, Abou így felel: „Akkor könyörgöm, írj fel engem azok közé, akik szeretik az embertársaikat.” Másnap éjjel az angyal visszatér, és megmutatja Abou-naka könyvet, amelyben immár „Ben Adhem neve az összes többit megelőzi”.

Négy szélsőségesen tanulságos esettanulmány

Ez az egyik oka annak, hogy ezt a vállalatot választottuk ki az 1969-es új részvénykibocsátások egyik szívfájdító példájaként.

MEGJEGYZÉS: Egyáltalán nem volt ez rossz üzlet Williams számára. Az általa eladott 300 000 részvény 1968. decemberi könyv szerinti értéke 180000 dollár volt, és ő - a költségek levonása után - húszszor ennyit, csekély 3 600 000 dollárt vágott zsebre értük. Az aláírók és a forgalmazók 500000 dolláron osztottak.

1. A forgalmazók ügyfelei számára azonban ez nem tűnt ilyen remek üzletnek. Körülbelül a könyv szerinti érték tízszeresét fizették a részvényért, miután saját pénzüikkel 59 centről 1,35 dollárra növelték a saját tőke egy részvényre eső értékét.* Az 1968-as legjobb év előtt a vállalat legmagasabb nyeresége csupán részvényenként 7 cent volt. Természetesen ambiciózus jövőbeli tervekkel rendelkeztek - ám a nagyközönségnek mélyen a zsebébe kellett nyúlnia e tervek remélt megvalósulása érdekében.

2. Mindazonáltal a részvényárfolyam röviddel az eredeti kibocsátás után a duplájára emelkedett, ebből adódóan a brókercégek ügyfelei tisztes profittal kiszállhattak volna. Vajon az árfolyam-emelkedés lehetősége és - jelen esetben - ténye felmenti-e a részvény eredeti forgalmazóit a kibocsátás, valamint az utána történtek felelőssége alól? Nehezen megválaszolható kérdés, amelyen a Wall Streetnek és az állami szabályozó hatóságoknak mindenképpen érdemes elgondolkodnia!*

Az ezt követő események

Az AAA Enterprises két új üzletágba vágott bele megnövekedett tőkéjével. 1969-ben kiskereskedelmi szőnyegüzletláncot nyitott, és megvásárolt egy mobilházakat gyártó üzemet. Az első kilenc hónapra nem jelentett kimagasló eredményeket, ám valamivel - részvényenként 22 cent a korábbi 14-gyel szemben - felülmúlták az egy évvel korábbi nyereséget. Ami a következő hónapokban történt, az szó szerint hihetetlen volt. A vállalat 4 365 000 dollárt, vagyis részvényenként 1,49 dollárt veszített. Ez a részvénykibocsátás előtti teljes tőkéjét, plusz a részvények értékesítéséből befolyt teljes 2 400 000 dollárt plusz az 1969 első kilenc hónapjára

* Azzal, hogy könyv szerinti értéke felett vásároltattak további részvényeket, a befektetők növelték az AAA egy részvényre jutó saját tőkéjének értékét. Ám a befektetők - Münchenhausen bá róhoz hasonlóan - saját magukat húzták ki a vízből, hiszen a saját tőke növekedésének nagy része abból származott, hogy a nagyközönség hajlandó volt prémiumot fizetni a részvényekért.

" Graham mondanivalójának lényege, hogy a befektetési bankok csak abban az esetben jogosultak learatni a dicsőséget az új részvények közvetlenül az elsődleges nyilvános kibocsátás utáni árfolyamnyereségéért, ha hosszabb távon is hajlandók vállalni a felelősséget a részvény teljesítményéért. Számos internetes vállalat IPO-ja után a részvény akár 1000 százaléknál is többet emelkedett 1999-ben és 2000 elején; ám az elkövetkező három év során többségük az értéke több mint 95 százalékának búcsút mondott. Hogyan tehetik védhetővé ezek a korai, néhány befektető által realizált nyereségek azt a jelentős vagyonszétét, amelyet a későbbi jövő milliók kénytelenek voltak elszenvedni? Sok IPO-t szándékosan alulárztak, hogy az azonnali árfolyamnyereségnek „megágyazva” még inkább az érdeklődés középpontjába állítsák a következő kibocsátást.

jelentett nyereség kétharmadát felemésztette. Nyomorúságos 242 000 dollár, vagyis részvényenként 8 cent tőke maradt azoknak a befektetőknek, akik alig hét hónappal korábban, a nyilvános kibocsátás során 13 dollárt fizettek a papírokért. Ennek ellenére a részvények 8,125 dolláron zárták az 1969-es évet, így a piac valamivel 25 millió dollár fölé „értékelt” a vállalatot.

TOVÁBBI MEGJEGYZÉSEK: 1. Nem túl hihető, hogy a vállalat valóban 686000 dollárt keresett 1969 januárja és szeptembere között, majd 4365000 dollárt veszített a következő három hónap során. Valami nagyon-nagyon nem stimmel azzal a szeptember 30-ai beszámolóval.

2. Az év végi 8,125 dolláros záró ár még a nyilvános kibocsátáson kért 13 dollárnál vagy az azt követő 28 dolláros árfolyamcsúcsra való emelkedésnél is jobban példázza a részvénytőkepiaci árfolyamok teljes esztelenségét. E két utóbbi árfolyamot legalább a lelkesedés és a remény indokolta - igaz, hogy a józan ész és a realitások talajától teljesen elszakadtak, de legalább részben védhetők voltak. Az év végi 25 millió dolláros értékelést a piac egy olyan vállalatnak adta, amely egy morzsa kivételével teljes tőkét elveszítette, így borítékolt volt a teljes fizetési képessége, és amellyel kapcsolatban a „lelkesedés” és a „remény” legfeljebb a maró gúny kategóriájába tartozott. (Igaz, december 31-én még nem tették közzé az évvégi eredményeket, ám a vállalattal kapcsolatban álló Wall Street-i brókercégek feladata, hogy a havi működési kimutatások alapján viszonylag pontos képet alakítsanak ki arról, hogyan mennek a dolgok a cégnél.)

Utolsó fejezet

Az 1970-es év első felére a vállalat további 1 millió dolláros veszteségről számolt be. Ekkorra már jelentős mértékű negatív tőkét halmozott fel a társaság, amelyet Williams összesen 2500000 dollárra rúgó kölcsönei mentettek meg az azonnali csódtól. Több pénzügyi beszámolót már nem tettek közzé, mígnem 1971 januárjában az AAA Enterprises végül is csődvédelmet kért. A részvényárfolyam még a hónap végén is 50 cent volt, vagyis a vállalat részvénytőkepiaci értéke 1500 000 dollárt tett ki, pedig nyilvánvaló, hogy a részvények legfeljebb a fal tapétázására voltak alkalmasak. Vége a történetnek.

TANULSÁG ÉS KÉRDÉSEK: A spekuláns nagyközönség javíthatatlan. Pénzügyi tekintetben nem tudnak háromnál tovább számolni. Bármit, bármilyen áron megvesznek, ha van valami „sztori” kialakulóban. Bármilyen vállalatot el lehet nekik adni, ha az a „franchise-hoz”, számítógépekhez, elektronikához, tudományhoz, technológiához vagy bármi máshoz kapcsolódik, feltéve, hogy éppen felkapott. Olvasóink azonban kivétel nélkül értelmes befektetők, így természetesen felette állnak az ilyen bolondságoknak. Ám ettől függetlenül a kérdés továbbra is fennáll: nem lenne a felelős befektetési cégek becsületbeli kötelessége, hogy távol tartsák magukat az ilyen vállalkozásoktól, amelyek közül kilencből tíz bukásra van ítélve? (Ugyanez volt a helyzet 1914-ben is, amikor a szerző belépett a Wall Streetre.)

Négy szélsőségesen tanulságos esettanulmány

Összehasonlításképpen annyi elmondható, hogy a piac etikai színvonala az ezt követő 57 év során nemhogy emelkedett volna, hanem az összes reform és kontroll ellenére csak hanyatlott.) Vajon lehetséges és kívánatos lenne-e az, hogy a SEC további eszközöket kapjon a nagyközönség védelmére, hiszen jelen pillanatban csak annyit tehet, hogy a kibocsátási tájékoztatóban az összes fontos tény közlésére kötelezi az érintetteket? Nem kellene-e a különböző típusú nyilvános kibocsátásokhoz valamilyen eredménytáblázatot összeállítani, és feltűnő módon közzétenni? Nem lehetne az, hogy minden kibocsátási tájékoztatóban, sőt a kibocsátás alatti értékesítések keretében valamilyen formális garanciát vállalnának arra, hogy a papír kibocsátási ára nem tér el jelentősen az ugyanolyan típusú, már régebb óta a piacon lévő részvényekre jellemző ártól? Könyvünk jelen kiadásának írásakor szerveződni látszik egy mozgalom azzal a céllal, hogy reformok útján visszaszorítsák a Wall Street túlkapásait. Nehéz lesz érdemi változásokat hozni az új kibocsátások területén, mivel a túlkapások jelentős mértékben a nagyközönség meggondolatlanságának és mohóságának a következményei. Ám a törekvés mindenképpen hosszú és gondos mérlegelésre érdemes.*

* Graham bekezdésének első négy mondata a 2000 elején kipukkadt internetes és telekommunikációs buborék hivatalos sírfelirata lehetne. Ahogy a cigarettadobozokon elhelyezett figyelmeztetéssem akadályoz meg senkit sem abban, hogy rágyújtson, a szabályozás reformjai sem fognak soha senkit megakadályozni, hogy a mohóság elöntse az agyát. (Még a kommunizmus seri tudja törvényileg tiltani a piaci buborékokat; a kínai részvénypiac 101,7 százalékkal magasabbra repült 1999 első felében, majd összeomlott.) Ugyanígy a befektetési bankokat sohasem lehet teljes mértékben megszabadítani azon kényszerüktől, hogy a részvényeket olyan magas áron adják el, amelyet a piac még hajlandó megfizetni. A kört egyszerre csak egy befektető és egy pénzügyi elemző szakíthatja meg. Graham elveinek (lásd különösképpen az /., a 8. és a 20. fejezetet) elsajátítása a legjobb kezdet ehhez.

Kommentár a 17. fejezethez

A bölcsesség istene, Woden, felkereste e trollok királyát, szorosán átkarolta, és megtudakolta tőle, hogyan diadalmaskodhat a rend a káosz felett. „Add nekem a bal szemedet” mondta a troll, és elmondom.” Woden habozás nélkül kivette a bal szemét. „Moncjad!” A troll így szólt: „A titok, hogy nézz mindkét szemeddel!”

(John Gardner)

Minél inkább változik...

Graham négy szélsőséges példát hoz fel:

- egy túlárzott „rogyadozó óriást”;
- egy birodalomépítő konglomerátumot;
- egy fúziót, amelyben egy apró cég felvásárol egy nagyot;
- egy alapvetően értéktelen vállalat részvényeinek elsődleges nyilvános kibocsátását.

Az elmúlt években Graham szélsőséges példáinak olyan sok új előfordulásával találkozhattunk, hogy egy enciklopédia is kevés lenne a bemutatásukra. Nézzünk egy mintadarabot ezek közül:

Tiszta, de nem átlátható

2000 közepén a Lucent Technologies, Inc.-nek¹ több részvényese volt, mint bármely más amerikai vállalatnak. 192,9 milliárd dolláros piaci kapitalizációjával Amerika tizenkettedik legértékesebb vállalata volt.

Indokolt volt ezt a hatalmas vállalatérték? Nézzünk néhány alapadatot a Lucent 2000. június 30-án véget ért pénzügyi évről vonatkozó beszámolójából (77.1. ábra).²

A Lucent beszámolójának közelebbi tanulmányozása olyan vészcsengőt kapcsol be, amely egy kezelő nélkül maradt telefonközpont módjára cseng:

- A Lucent 4,8 milliárd dollárért megvásárolta a Chromatis Networks nevű, optikai berendezéseket gyártó vállalatot - amely vételárból 4,2 milliárd „goodwill” volt (vagyis könyv szerinti érték feletti költség). A Chromatisnak 150 alkalmazottja volt, ügyfele egy sem, bevétellel nem rendelkezett, így a „goodwill” szó pontatlannak

1 A Lucent szó jelentése tiszta, világos, átlátszó - *A forri*.

2 A fejezetben idézett összes többi pénzügyi beszámolóhoz hasonlóan ez a dokumentum is bárki számára elérhető a www.sec.gov oldalon található EDGAR adatbázisból.

Kommentár a 17. fejezethez

17.1. ábra: Lucent Technologies, Inc.

	A 2000. június 30-án véget ért negyedévre	Az 1999. június 30-án véget ért negyedévre
Eredmény		
Bevétel	8713	7403
Nyereség (veszteség) folytatott tevékenységekből	-14	622
Nyereség (veszteség) megszűnő tevékenységekből	-287	141
Adózott eredmény	-301	763
Eszközök		
Készpénz	710	1495
Követelések	10 101	9486
Goodwill	8736	3340*
Szoftverfejlesztés aktivált költsége	576	412
Eszközök összesen	46 340	37 156

Minden érték millió dollárban. * Egyéb eszközök, amelyek a goodwillt is tartalmazzák.
Forrás: A Lucent negyedéves pénzügyi beszámolója – 10-Q nyomtatvány.

tűnik; a „kelengyes láda” kifejezés talán jobban illene ide. Ha a Chromatis még embrióállapotban lévő termékei nem válnak majd be, a Lucent kénytelen lesz megfordítani a goodwillt, és a jövőbeli nyereségével szemben leírni azt.

- Az egyik kiegészítő mellékletből kiderült, hogy a Lucent 1,5 milliárd dollárt adott kölcsön ügyfeleinek a termékeire. A Lucent 350 millió dollár értékben garanciát vállalt ügyfelei máshonnan kölcsönvett hiteleire is. Az ilyen „ügyfél-finanszírozási” ügyletek összértéke egy év alatt megduplázódott - azt sugallva, hogy a vásárlóknak elfogyott a pénzük a Lucent-termékek megvásárlására. Mi történik, ha arra sem lesz pénzük, hogy visszafizessék az adósságukat?
- Végül, a Lucent az új szoftver fejlesztési költségét „tőkeeszközként” kezelte. Eszköz helyett nem inkább normális üzleti költség ez, amelynek a nyereséget kellene csökkentenie?

BEFEJEZÉS: 2001 augusztusában a Lucent megszüntette Chromatis üzletága működését, miután az bevallottan csak két ügyfelet tudott szerezni.³ A 2001-es pénzügyi évben a Lucent 16,2 milliárd dolláros veszteséget szenvedett el; a 2002-esben pedig további 11,9 milliárdot. E veszteségek között volt 3,5 milliárd dollár mint „a kétes követelésekre és az ügyfél-finanszírozásra képzett céltartalék”, 4,1 milliárd dollár értékű „a goodwill-hez kapcsolódó értékvesztés” valamint 362 millió dollár értékű, a „szoftver aktivált értékéhez kapcsolódó” költség.

A 2000. június 30-án 51,026 dollárt érő Lucent-részvények 1,26 dolláron zárták a 2002-es évet - ami közel 190 milliárd dolláros piaci értékvesztést jelent két és fél év alatt.

3 A Chromatis-akvizícióval a *The Financial Times* 2001. augusztus 29-ei számában az 1. oldalon, 2001. szeptember 1-2-ai számában pedig a XXIII. oldalon foglalkozik.

A felvásárlóbűvész

ATyco International Ltd.-et legjobbat Winston Churchill híres mondatát kissé kiforgatva tudjuk jellemezni: soha még nem adtak el ilyen sokan ilyen sokat ilyen keveseknek.⁴ 1997 és 2001 között a bermudai székhelyű konglomerátum összesen több mint 37 milliárd dollárt költött-nagyrészt Tyco-részvények formájában - vállalatok vásárlására, körülbelül azzal a könnyedséggel, ahogy Imelda Marcos, a Fülöp-szigetek egykori First Ladyje cipőket vásárolt. Éves beszámolója szerint kizárólag a 2000-es pénzügyi évben „körülbelül 200 vállalatot” vásárolt fel - átlagosan minden második nap egyet.

Mi lett ennek az eredménye? ATyco látványos gyorsasággal növekedett; bevételei öt év alatt 7,6 milliárdról 34 milliárdra gyarapodtak, működési eredménye pedig 476 millió dollár veszteségből 6,2 milliárd dollár nyereségbe fordult. Nem csoda, hogy a vállalat teljes részvénypiaci értéke 2001 végén 114 milliárdra rúgott.

Am a Tyco pénzügyi kimutatásai legalább olyan rémisztőek voltak, mint a növekedés mértéke. Szinte minden évben több száz millió dollár értékű, az akvizíciókhoz kapcsolódó költséget mutattak ki. Ezek három fő kategóriába estek:

- 1) „felvásárlási” vagy „átalakítási” vagy „egyéb egyszeri” költségek,
- 2) „hosszú élettartamú eszközök értékvesztésének költségei” és
- 3) „a megvásárolt, folyamatban lévő kutatás és fejlesztés leírásai”.

Az egyszerűség kedvéért az első típusú költséget nevezzük HÓKUSZ-nak, a másodikat PÓKUSZ-nak, a harmadikat pedig ABRAKADABRÁ-nak. Hogyan alakultak ezek az évek során?

17.2. ábra: Tyco International Ltd.

Pénzügyi év	HÓKUSZ	PÓKUSZ	ABRAKADABRA
1997	918	148	361
1998	0	0	0
1999	1183	335	0
2000	4175	99	0
2001	234	120	184
Összesen	2510	702	545

Az összes adat az eredeti jelentésekből származik, és száz millió dollárban lett megadva. A „fúziók és felvásárlások” összesen nem tartalmazza a felvásárlásban részt vevő vállalatok vagyonelemeinek egyszerű konszolidálásával (pooling-of-interests) elszámolt ügyleteket.

Forrás: Tyco International éves jelentések (10-K nyomtatvány).

⁴ Churchill a II. világháborúban, az angliai csata csúcspontján, a helyzetet értékelő beszédében mondta a hősiessen harcoló brit pilótákról: „Soha még az emberi konfliktusoktörténetében nem köszönhettek ilyen sokan ilyen sokat ilyen keveseknek” - *A ford.*

Kommentár a 19. fejezethez

Látható, hogy a HÓKUSZ költségek - *amelyeknek egyszerűeknek kellene lenniük* - az öt évből négyben jelen voltak, és összesen csekély 2,5 milliárdra rúgtak. A PÓKUSZ költségek hasonlóan krónikusan merültek fel, és több mint 700 milliót tettek ki. Végül az ABRAKADABRA újabb fél milliárd dollárt jelentett.⁵

Az intelligens befektető a következő kérdéseket tenné fel:

- Ha a Tyco felvásárlásokon keresztüli növekedést célzó stratégiája ennyire jó ötlet, akkor miért kellett átlagosan évi 750 millió dollárt arra költenie, hogy rendet csináljon maga után?
- Ha miként az nyilvánvalónak tűnik, a Tyco nem az a típusú vállalkozás volt, amely előállít valamit - hanem sokkal inkább olyan, amely megvásárol más, valamit előállító vállalatokat-, akkora HÓKUSZ költségek miért voltak „egyszeriek”? Nem egyszerűen a Tyco normál vállalkozási költségei közé tartoztak?
- És ha a múltbeli akvizíciók számviteli költségei minden év nyereségébe „belemarnak”; akkor ki tudja megmondani, hogy mit hoz a következő év?

A befektető valójában még azt sem tudja megmondani, hogy a Tyco *múltbeli* nyereségei mekkorák voltak. 1999-ben, az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdefelügyelet ellenőrzése után a Tyco visszamenőleg 257 millió dollárral meg növelte az 1998-as évre eső HÓKUSZ költségeit - ami azt jelenti, hogy az egyszeri, nem ismétlődő költségei valójában abban az évben is felmerültek. A vállalat ugyanakkor belenyúlt az eredetileg jelentett 1999-es költségtételeibe is: a HÓKUSZ 929 millióra csökkent, míg a PÓKUSZ 507 millióra emelkedett.

A Tyco mérete egyértelműen növekedett, ám vajon a jövedelmezősége is javult? Nincs külsős, aki erre biztos választ tudna adni.

BEFEJEZÉS: A 2002-es pénzügyi évben a Tyco 9,4 milliárd dollárt veszített. A részvény, amely 58,90 dolláron zárta a 2001-es évet, a következőt már csak 17,08 dolláron - ami 71 százalékos veszteséget jelent tizenkét hónapon belül.⁶

A szardínia lenyeli a bálnát

2000. január 10-én az America Online, Inc. és a Time Warner, Inc. bejelentette, hogy egy 156 milliárd dollárra értékelt ügylet keretében összeolvadnak.

1999. december 31-én az AOL 10,3 milliárd dollárnyi eszközzel rendelkezett, és az előző 12 havi bevételei 5,7 milliárdra rúgtak. A Time Warner viszont 51,2 milliárd dollár értékű eszközzel és 27,3 milliárdos bevétellel büszkélkedhetett. A Time Warner jócskán nagyobb vállalat volt - egyetlen mérőszám kivételével, amely nem más, mint részvényeinek a piaci értéke. Mivel az America Online pusztán azzal, hogy az internet iparágában működött, elvakította a befektetőket, részvényei elképesztő magasságban,

⁵ A felvásárlások könyvelése során az ABRAKADABRA költségekre való terhelés lehetővé tette a Tycónak, hogy csökkentse a vételi árak a goodwillt jelentő részét. Mivel az ABRAKADABRA költségek azonnal elszámolhatók, a goodwillt pedig (az akkoriban érvényben lévő számviteli szabályok alapján) többéves időszak alatt kell leírni, e manővernek köszönhetően a vállalat minimalizálhatta a goodwill költségeknek a jövőbeli nyereségre gyakorolt hatását.

⁶ Az állami és a szövetségi hatóságok 2002-ben adócsalással és a vállalati eszközök jogszerűtlen magánhasználatával vádolták a Tyco korábbi ügyvezetőjét, L Dennis Kozlowskit. A felhozott vádak között szerepelt 15 000, illetve 6000 dollár felhasználása egy esernyőtartóra, illetve egy zuhanyfüggönyre. Kozlowski tagadta a vádakat.

Kommentár a 19. fejezethez

az egy papírra jutó nyeresége 164-szeresén forogtak. A portfóliójában kábeltelevíziókat, filmeket, zenéket és magazinokat tudó Time Warner részvényei esetében az árfolyam és a nyereség aránya nagyjából 50 körül forgott.

Az ügylet bejelentésekor a két vállalat „egyenlők stratégiai fúziójának” nevezte azt. A Time Warner elnöke, Gerald M. Levin kijelentette: „a lehetőségek határtalanok mindenki számára, aki kapcsolatban áll az AOL Time Warnerrel - és ez mindenki másnál jobban igaz a részvényesekre” - tette hozzá.

A Time Warner részvényesei, extázisba jöve az eshetőségtől, hogy papírjaik végre az internetes kedvencek kiváltságos körébe kerülnek, nagy többséggel rábólintottak az ügyletre. Ám néhány dologról megfélemedtek:

- Az „egyenlők fúziója” az America Online részvényeseinek készült adni az egyesített vállalat 55 százalékát - annak ellenére, hogy a Time Warner ötször nagyobb volt.
- Az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdelügyelet három éven belül másodszor vizsgálódott, hogy az America Online vajon szabályszerűen számolta-e el marketingköltségeit.
- Az America Online összes eszközének csaknem fele - 4,9 milliárd dollár értékben - „forgatási célú értékpapírból” állt. Ha a nyilvánosan jegyzett technológiai részvények árfolyama esésnek indul, az a vállalat eszközeinek nagy részét kisöpörheti.

BEFEJEZÉS: 2001. január 11-én a két cég véglegesítette egyesülését. Az AOL Time Warner, Inc. 4,9 milliárd dollárt veszített 2001-ben, és 98,7 milliárdot 2002-ben. Ez utóbbi az egy vállalat által adott évben valaha elért leggigantikusabb veszteség, amely nagyrészt az America Online értékének leírásából adódott. 2002 végén a részvényesek, akiknek Levin „korlátlan” lehetőségeket ígért, semmi mást nem tudtak felmutatni, mint az ügylet első bejelentése óta a részvényeiken veszített nagyjából 80 százalékot.⁷

Sikerül átverni a befektetői óvodát?

1999. május 20-án az eToys, Inc. részvényei 8 százalékát értékesítette a nyilvánosságnak. Négy nagy presztízsű Wall Street-i befektetési bank - Goldman, Sachs & Co.; BancBoston Robertson Stephens; Donaldson, Lufkin & Jenrette és Merrill Lynch & Co. - aláírtak, azaz garanciát vállaltak 8 320 000 részvény egyenként 20 dolláron történő értékesítésére, 166,4 millió dollár tőkéhez juttatva ezzel a kibocsátót. A részvények kilőttek, és az első kereskedési napot 76,5625 dolláron, vagyis 282,8 százalékos emelkedéssel zárták. Ezen az árfolyamon az eToys (102 millió darab részvényével) 7,8 milliárd dolláros piaci értékkel rendelkezett.⁸

⁷ Megjegyzés: Jason Zweig a Time, Inc. alkalmazottja, amely korábban a Time Warner egyik divíziója volt, jelenleg pedig az AOL Time Warner, Inc. része.

⁸ AzeToys kibocsátási tájékoztatójának kihajtható borítója volt, amelyen Arthur, a földimalac rajzfilmfigurája szerepelt, aki képregénystílusban szemléltette, hogy mennyivel egyszerűbb az eToysnál játékokat venni a gyerekeknek, mint egy hagyományos játékboltban. Ahogy Gail Bronson, az IPO Monitor elemzője az eToys részvénykibocsátásának napján az Associated Pressnek elmondta, az „eToys nagyon, nagyon okosan menedzselte a vállalat múlt évi fejlődését, és úgy pozícionálta saját magát, mint az internet középpontja a gyermekek számára”. Mint hozzátette: „A sikeres IPO, különösen egy dotkom IPO kulcsa a jó marketing és márkaépítés (branding).” Bronsonnak részben igaza volt: a kibocsátó vállalat és a befektetési bankárok számára valóban ez a sikeres IPO kulcsa. Sajnos azonban a *befektetők* számára a sikeres IPO elengedhetetlen feltétele a nyereség, amelyet viszont az eToys nem tudott felmutatni.

Kommentár a 17. fejezethez

Milyen vállalatot kaptak a vevők ezért az árért? Az eToys árbevétele 4261 százalékkal nőtt az előző évben, és csak az utolsó negyedévben 75 000 új vásárlót szerzett. Ám 20 hónapos működése során az eToys 30,6 millió dollár összbevételt produkált, amelyen 30,8 millió dollár adózás utáni veszteséget ért el - vagyis az eToysnak 2 dollárba került minden egy dollár értékű játék értékesítése.

A kibocsátási tájékoztatóból az is kiderült, hogy a kibocsátásból befolyt pénz egy részét egy másik online vállalkozás, a Baby-Center, Inc. megszerzésére kívánták fordítani, amely az előző évben 4,8 millió dollár bevétel mellett 4,5 millió dollár veszteséget ért el. (Ennek a „főnyereménynek” a megszerzéséért szerény 205 millió dollárt fizetett volna az eToys.) Ráadásul az eToys fenntartaná annak a lehetőségét, hogy a jövőben további 40,6 millió törzsrészt bocsásson ki a vállalatvezetés részére. Így, ha az eToys valaha is nyereséget fog elérni, akkor adózott eredményét nem 102 millió, hanem 143 millió között kell felosztani - ami mintegy harmadával hígítaná az egy részvényre jutó jövőbeli eredményt.

Sokkoló eredményt mutat az eToys összehasonlítása legnagyobb riválisával, a Toys "R" Usszel. Az előző három hónapban a Toys "R" Us 27 millió dollár adózott eredményt ért el, és több mint hetvenszer több terméket adott el, mint az eToys a teljes évben. És - miként a 17.3. ábra is mutatja - a részvényt piac ennek ellenére közel 2 milliárd dollárral *többre* értékelte az eToyst, mint a Toys "R" Ust.

BEFEJEZÉS: 2001. március 7-én az eToys csődvédelmet kért, miután nyilvános társaságként leélt rövid pályafutása során több mint 398 millió dollár adózás utáni veszteséget halmozott fel. A részvényért, amely 1999 októberében 86 dolláros árfolyamcsúcsot ért el, a végén már csak egy centet adtak.

17.3. ábra: ToyStory

	eToys, Inc. 1999. március 31-én véget ért pénzügyi év	Toys "R" Us, Inc. 1999. május 1-jén véget ért pénzügyi negyedév
Nettó bevétel	30	2166
Adózott eredmény	-29	27
Készpénz	20	289
Összes eszköz	31	8067
Törzsrésztvények piaci értéke (1999.05.20.)	7780	5650

Az összes érték millió dollárban.

Forrás: A vállalatok SEC-nek benyújtott jelentései.

Nyolc cégpár összehasonlítása

Ebben a fejezetben újszerű megközelítéssel fogunk megpróbálkozni. A vállalatok közül kiválasztunk nyolc olyan párt, amelynek tagjai egymás mellett vagy egymás közelében helyezkednek el a tőzsdén jegyzett részvények listáján. Abban a reményben tesszük ezt, hogy konkrét és élő példákat találunk az elmúlt években a pénzügyi színen látható sokféle vállalati karakterre, pénzügyi struktúrára, politikára, teljesítményre, a társaságokra váró viszontagságokra, valamint a pénzügyi piacokon jelen lévő befektetői és spekulatív attitűdre. A páronkénti összehasonlítások során csak azokat a szempontokat említjük meg, amelyek különleges tartalommal és jelentőséggel bírnak.

Első pár: Real Estate Investment Trust (üzletek, irodák, gyárak stb.) és Realty Equities Corp. of New York (ingatlanbefektetések; generálkivitelezés)

Az első összehasonlításnál eltekintünk a többi párnál használt abécérendtől. A két vállalat összevetését különösen figyelemreméltónak találjuk, mert egyrészt magában foglalja mindazt, ami ésszerű, stabil és általánosságban jónak tekinthető mások pénze kezelésének hagyományos módszereiben, másrészt - a másik vállalat esetében - példát láthatunk a meggondolatlan növekedésre, a pénzügyi szemfényvesztésre és a hullámvasútszerű változásokra, amelyek oly jellemzőek a mai vállalati működésre. A két vállalkozás neve hasonló, így hosszú évekig egymás mellett szerepeltek az Amerikai Értéktőzsde (American Stock Exchange) listáján. Tőzsdei szimbólumaikat - REI és REC - is könnyen össze lehetett keverni. Ám az egyik egy komoly New England-i vagyonkezelő társaság, amelyet három vagyonkezelő vezet. Működése közel egy évszázadra tekint vissza, és 1889 óta folyamatosan fizetett osztalékot. Mindvégig ragaszkodott az ugyanolyan típusú megfontolt befektetésekhez, mérsékelt ütemben növekedett, és könnyen kezelheti szinten korlátozta adósságát.*

A másik egy tipikus New York-i székhelyű, hirtelen növekvő vállalkozás, amely nyolc éven belül 6,2 millió dollárról 154 millióra pumpálta fel eszközeinek értékét és adósságai is hasonló arányban növekedtek. A vállalat túllépett a hagyományos

* Graham itt a Real Estate Investment Trustot mutatja be, amelyet 1983-ban részvényenként 50 dollárért felvásárolt a San Francisco Real Estate Investors. A következő bekezdés a Realty Equities Corp. of New Yorkról szól

Nyolc cégpár összehasonlítása

ingatlanpiaci műveleteken, és olyan különféle vállalkozásokba fogott, mint két versenypálya, 74 mozi, három irodalmi ügynökség, egy PR-cég, hotelek, szupermarketek és 26 százalékos érdekeltség egy nagy kozmetikai vállalatban (amely 1970-ben csődbe ment).^{*} Ez a különféle üzleti vállalkozásokat magában foglaló konglomerátum tevékenysége sokszínűségéhez hasonlóan sokféle vállalati tétellel rendelkezett, köztük az alábbiakkal:

1. Évi 7 dolláros osztalékra jogosító elsőbbségi részvény, amelynek névértéke pusztán 1 dollár volt, és ami a mérlegben részvényenként 1 dolláros kötelezettségként szerepelt.
2. 2 500 000 dolláros (részvényenként 1 dolláros) közölt részvényérték, amelyet teljes egészében ellentételez egy 5 500 000 dolláros levonás, nevesen 209 000 visszavásárolt részvény költsége.
3. Részvényutalványok három sorozata, amelyek együttesen 1 578 000 darab részvény vásárlására jogosítják tulajdonosaikat.
4. Legalább hatféle adósságkötelezettség jelzalog, közkézen forgó váltók, bankoknak fizetendő váltókötelezettségek, „váltók, hitelek és szerződésből eredő kötelezettségek” és az Egyesült Államok Kisvállalkozási Hivatalának (Small Business Administration) visszafizetendő tartozás formájában, amelyek 1969 márciusában együttesen több mint 100 millió dollárt tettek ki. Ezekon túlmenően a szokásos adó- és szállítói kötelezettségek is jelen voltak.

18.1 A. táblázat: Első pár: Real Estate Investment Trust és Realty Equities Corp. 1960-ban (dollár)

	Real Estate Investment Trust	Realty Equities Corp. of New York
Bruttó bevétel	3 585 000	1 484 000
Adózott eredmény	485 000	150 000
Részvényenkénti eredmény	0,66	0,47
Részvényenkénti osztalék	nincs	0,10
Egy részvényre jutó könyv szerinti érték	20	4
Árfolyamsáv	20-12	5,375-4,75
Eszközök összesen	22 700 000	6 200 000
Kötelezettségek összesen	7 400 000	5 000 000
Törzsrészvények könyv szerinti értéke	15 300 000	1 200 000
Törzsrészvények piaci értéke	12 200 000	1 360 000

^{*} Paul Newman, a színész, rövid ideig meghatározó tulajdonosa volt a Realty Equities Corp. of New Yorknak, miután az 1969-ben felvásárolta Newman filmprodukciónak a Kayost.

18.1 B. táblázat: *Első pár*

	Real Estate Investment Trust	Realty Equities Corp. of New York
Árfolyam, 1968. december 31.	26,5\$	32,5\$
Törzsrészesvények száma	1423000	2311000 (1969. márc.)
Törzsrészesvények piaci értéke	37800 000 \$	75000000\$
Részesvényutalványok becsült piaci értéke	-	30 000 000 \$ ^a
Törzsrészesvények és részesvényutalványok becsült piaci értéke	-	105000000\$
Adósság	9600000 \$	100800000 \$
Elsőtíbségi részesvény	-	2900000\$
Teljes tőkeellátottság	47400000\$	208 700 000 \$
Egy törzsrészesvényre jutó, részesvényutalványokkal korrigált piaci érték	-	45 \$ (becsült)
Egy részesvényre jutó könyv szerinti érték	20,85 \$ (nov.)	3,41 \$
	1968. november	1969. március
Bevételek	6281000\$	39706000\$
Kamat- és adófizetés előtti eredmény	2696000\$	11182000 \$
Kamatkötelezettség	590 000 \$	6684000\$
Társasági adó	58000 \$ ^b	2401000\$
Elsőbbségi részesvények osztaléka	174000\$	
Törzsrészesvényekre jutó eredmény	2048000\$	1943000\$
Egyszeri tételek	245 000\$ bevétel	1896000 \$ költség
Törzsrészesvényekre jutó végleges eredmény	2293000\$	47000\$
Részesvényenkénti eredmény egyszeri tételek nélkül	1,28\$	1,00\$
Részesvényenkénti eredmény egyszeri tételekkel	1,45\$	0,20\$
Törzsrészesvény osztaléka	1,20\$	0,30\$
Kamatfedezet	4,6 x	1,8 x

a Különböző árfolyamokon több mint 1 600000 részesvény vásárlására jogosító részesvényutalványok voltak forgalomban. Egy tőzsdén jegyzett részesvényutalvány 30,5 dolláros árfolyamon kelt el.

b Ingatlanalapként a vállalkozás 1968-ban mentesült a szövetségi társasági adó fizetésének kötelezettsége alól.

Engedje meg az olvasó, hogy először néhány 1960-ra vonatkozó számadattal mutassuk be a két vállalatot (18.1A. táblázat). Azt láthatjuk, hogy a Trust piaci kapitalizációja mintegy kilencszerese az Equitiesének. Az előbbi relatív adósságállománya alacsonyabb volt, és magasabb adózott eredmény/bruttó bevétel aránnyal büszkélkedhetett, ám törzsrészesvényének a részesvényenkénti eredményéhez viszonyított árfolyama magasabb volt.

Nyolc cégpár összehasonlítása

A 18.1B. táblázatban a körülbelül nyolc évvel későbbi helyzetet mutatjuk be. A Trust „lármátlan örömet ott keresvén”, szürke eminenciásként folytatta útját, bevételeit és részvényenkénti eredményét is mintegy háromnegyeddél növelve.¹ A Realty Equities ugyanakkor sebezhető monstrummá alakult át.

Hogyan reagált a Wall Street erre az egymással homlokegyenest ellentétes fejlődési pályákra? Úgy, hogy a lehető legkevesebb figyelmet fordította a Trustra, a Realty Equities pedig érdeklődése középpontjába került. Utóbbinak az árfolyama 1968 során 10 dollárról 37,75 dollárra száguldott, a tőzsdén jegyzett részvény-utalványai pedig 6 dollárról 36,5-re emelkedtek, együttesen 2420000 darabos forgalom mellett. Ez idő alatt a Trust részvényei szerény forgalom mellett szép csendben drágultak 20 dollárról 30,25-re. Az Equities 1969. márciusi mérlege csupán 3,41 dolláros részvényenkénti eszközértéket mutatott ki, ami kevesebb, mint az adott évi maximumárfolyam tizede. A Trust-részvények könyv szerinti értéke 20,85 dollár volt.

A következő év során egyértelművé vált, hogy nincs minden rendben az Equitieszel, és az árfolyama 9,5 dollárra esett vissza. Amikor az 1970 márciusára vonatkozó beszámoló megjelent, a részvényesek valószínűleg szólni sem tudtak a döbbenettől, amikor azt olvasták, hogy a vállalat 13200000 dollár, vagyis részvényenként 5,17 dollár adózás utáni veszteséget szenvedett el - amivel gyakorlatilag eltüntette a korábbi, már akkor sem acélos tőkéjét. (Ez a katasztrofális összeg egy 8800000 dolláros, a befektetések jövőbeli veszteségeire képezett tartalékot is tartalmazott.) Ennek ellenére az igazgatók 5 centes rendkívüli osztalékot javasoltak közvetlenül a pénzügyi év zárása után. Ám további problémák jelentek meg a láthatáron. A vállalat könyvvizsgálói nem voltak hajlandók tanúsítani az 1969-1970-es pénzügyi kimutatásokat, és a részvények kereskedését felfüggesztették az Amerikai Értéktőzsdén. A tőzsdén kívüli piacon az árfolyam részvényenként 2 dollár alá esett.^{*}

A Real Estate Investment Trust részvényeire 1969 után a tipikus árfolyam-ingadozás volt jellemző. Az 1970-es mélypont 16,5 dollár volt, innen 26,83 dollárig pattant fel 1971 elejére. A legutolsó jelentett nyereség részvényenként 1,50 dollárt tett ki, és a részvény valamivel az 1970-es könyv szerinti érték, 21,60 dollár fölött forgott. A papír valamennyire túlértékelt lehetett 1968-as árfolyamcsúcsán, ám a részvényeseket becsülettel és eredményesen szolgálták vagyonkezelőik. A Realty Equitiesé egy teljesen más, igen szomorú történet.

* A költészetért rajongó Graham itt Thomas Gray *Elégia egy falusi temetőben* című versét idézi (fordította: Szász Károly).

** A Realty Equities papírjait 1973 szeptemberében vezették ki az Amerikai Értéktőzsdéről. Az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdefel ügyelet csalással vádolta meg a Realty Equities könyvelőit. A Realty Equities alapítója, Morris Karp a későbbiekben bűnösnek vallotta magát nagy értékű lopás vádpontjában. A Graham által kritizált túlzott eladósodottság 1974-1975-ben pénzügyi válságot okozott a Chase Manhattanhez hasonló nagy bankok körében, amelyek jelentős értékben hitelezték a legagresszívebb ingatlanalapokat.

Második pár. Air Products and Chemicals (ipari és orvosi gázok stb.) és Air Reduction Co. (ipari gázok és berendezések; vegyszerek)

Ez a két vállalat nevében és tevékenységi körében még az első párnál is jobban hasonlít egymáshoz. Összevetésük így az értékpapír-elemzés hagyományos típusába tartozik, míg a többi pár esetében rendhagyóbb összehasonlításokra kényszerülünk. A Products fiatalabb cég, és forgalmát¹ tekintve alig feleakkora, mint a Reduction. Ennek ellenére tőkéjének piaci értéke 25 százalékkal meghaladja az Air Reduction részvényeit. A 18.2. táblázatból láthatjuk, hogy ennek oka az Air Products nagyobb jövedelmezőségében és nagyobb múltbeli növekedésében rejlik. A két részvény esetében a jobb „minőség” tipikus következményére látunk példát. Az Air Products legutóbbi nyereségének 16,5-szeresén forgott, míg az Air Reduction esetében csak 9,1 volt a szorzó. Az Air Products papírjai jócskán az eszközérték felett forogtak, míg az Air Reduction-részvényeket könyv szerinti értékük mindössze 75 százalékáért meg lehetett vásárolni.² Az Air Reduction nagyvonalúbban fizetett osztalékot; ám ez úgy is értelmezhető, mint ami az Air Products azon törekvése, hogy visszatartsa nyereségét. Az Air Production forgótőkét illetően is kényelmesebb pozícióban volt. (Ennél a pontnál megjegyezhetjük, hogy egy nyereséges vállalat a hosszú lejáratú finanszírozás valamilyen formájával bármikor kedvezőbbé teheti pillanatnyi helyzetét. Ám a mi mérőszámaink szerint az Air Products a kelletténél valamivel több kötvényt bocsátott ki.)

Ha egy³ elemzőnek választania kellett volna a két társaság között, minden bizonnyal azt a következtetést vonta volna le, hogy az Air Products kilátásai sokkal ígéretesebbnek tűnnek, mint az Air Reductionéi. Ám ez vajon a jelentősen magasabb relatív árfolyamán is vonzóvá tette a részvényt? Kétségeinknek adunk hangot azt illetően, hogy a kérdésre egyértelmű válasz adható. A Wall Street gondolkodásában általában a „mennység” elé helyezi a „minőséget”, és valószínűleg az értékpapír-elemzők többsége a „jobb”, ám drágább Air Products-részvények, mintsem a „gyengébb”, ugyanakkor olcsóbb Air Reduction mellett tette volna le a voksát. Az, hogy az ilyen preferencia jónak vagy rossznak bizonyul-e, inkább múlik a kiszámíthatatlan jövőn, mintsem bármilyen kézzelfogható befektetési elven. Az Air Reduction, úgy tűnik, hogy az alacsony szorzóval forgó, jelentős vállalatok csoportjába tartozik. Amennyiben igaz, ami a fentebb hivatkozott⁴ vizsgálatok eredményéből következik, vagyis hogy ez a csoport *egészeben véve*

* Forgalom alatt Graham az egyes vállalatok értékesítésének árbevételére gondol, azaz az üzleti tevékenységéből befolyó dollárösszegre.

** A 78.2. táblázatból úgy számolhatjuk ki az árfolyam és a könyv szerinti érték arányát, hogy elosztjuk az első sort („Árfolyam, 1969. december 31”) az „Egy részvényre jutó könyv szerinti értékkel”

*** Graham saját, értékalapú részvényekkel kapcsolatos kutatását idézi, amelyet a 75. fejezetben ismertet (lásd 318. oldal). Graham vizsgálódása után számos tudományos munka megerősítette, hogy hosszú távon az értékalapú részvények felülteljesítik a növekedési papírokat. (A modern pénzügytan legkiválóbb kutatásainak nagy része egyszerűen alátámasztja azt, amit Graham már évtizedekkel korábban kimutatott) Lásd például James L Davis, Eugene F. Fama és Kenneth R. French, „Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929-1997” <http://papers.ssrn.com>.

Nyolc cégpár összehasonlítása

18.2. táblázat: Második pár

	Air Products & Chemicals 1969	Air Reduction 1969
Árfolyam, 1969. december 31.	39,5\$	16,375 \$
Törzsrészesvények száma	5832 000 ^a	11279000
Törzsrészesvények piaci értéke	231000 000 \$	185000000 \$
Adósság	113000 000\$	179000000\$
Teljes tőkeellátottság piaci értéken	344000000\$	364000000 \$
Egy részesvényre jutó könyv szerinti érték	22,89 \$	21,91 \$
Bevételek	221500000 \$	487600000\$
Adózott eredmény	13639000 \$	20326000\$
Részesvényenkénti eredmény, 1969	2,40\$	1,80\$
Részesvényenkénti eredmény, 1964	1,51 \$	1,51 \$
Részesvényenkénti eredmény, 1959	0,52\$	1,95 \$
Jelenlegi osztalék	0,20\$	0,80\$
Osztalékfizetés első éve	1954	1917
Mutatószámok:		
Árfolyam/nyereség	16,5 x	9,1 x
Árfolyam/könyv szerinti érték	165,0%	75,0%
Osztalékhozam	0,5%	4,9%
Adózott eredmény/bevételek	6,2%	4,25%
Nyereség/könyv szerinti érték	11,0%	8,2%
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	1,53 x	3,77 x
Forgótőke/adósság	0,32 x	0,85 x
Részesvényenkénti eredmény növekedése		
1964-1969	+59%	+19%
1959-1969	+362%	csökkenés

a Elsőbbségi részesvények átváltását feltételezve.

valószínűleg jobb eredményt mutat fel, mint a magas árfolyam/nyereség aránnyal forgó vállalatok, akkor az Air Reduction lenne a logikus választás - ám kizárólag egy diverzifikált portfólió részeként. (Az egyes vállalatok mélyreható vizsgálatával ezzel ellentétes következtetésre is juthat az elemző, ám ebben az esetben ennek nem a múltbeli eredményekben tükröződő oka kell, hogy legyen.)

FOLYTATÁS: Az Air Products jobban viselte az 1970-es piaci visszaesést, mint az Air Reduction (16, illetve 24 százalékos árfolyamcsökkenés). Az Air Reduction azonban jobb teljesítményt nyújtott az 1971 elején bekövetkezett fellendülés idején, és mintegy 50 százalékkal az 1969-es záró ára fölé tudott emelkedni (a Products ezzel szemben csak 30 százalékkal tudta felülmúlni az akkori árfolyamát.) Jelen esetben az alacsony szorzóval forgó részesvény került előnybe - legalábbis egyelőre."

* Az Air Products and Chemicals, Inc. a mai napig a tőzsdén jegyzett részesvény, amely a Standard & Poor's 500 részesvényindex egyik alkotóeleme. Az Air Reduction Co. 1978-ban aThe BOC Group (akkori nevén British Oxygen) százszázalékos tulajdonban lévő leányvállalata lett.

Harmadik pár: American Home Products Co. (gyógyszerek, kozmetikumok, háztartási termékek, édesség) és American Hospital Supply Co. (kórházi eszközök és berendezések gyártása és forgalmazása)

Két olyan vállalatról van szó, amelyek a gyorsan növekvő és kimagaslóan jövedelmező „egészségügyi iparág” különböző szegmenseibe tartozván „milliárd dolláros goodwill” rendelkeztek 1969 végén. Home, illetve Hospital néven fogunk hivatkozni rájuk. A 18.3. táblázatban a két vállalat egyes adatait láthatjuk. Az alábbi két pozitívum mindkettőjükre jellemző volt: 1958 óta bármilyen visszaesés nélküli, kiváló növekedés (azaz a múltbeli nyereség stabilitása 100 százalékos); erős pénzügyi helyzet. A Hospital növekedési üteme 1969 végéig lényegesen magasabb volt, mint a Home-é. Ez utóbbi azonban érzékelhetően jobb jövedelmezőséget ért el bevételein és tőkéjén is." (A Hospital tőkéhez viszonyított viszonylag alacsony nyereségrátája - 1969-ben csak 9,7 százalék - felveti azt az érdekes kérdést, hogy a bevételek és a nyereség figyelemre méltó múltbeli növekedési üteme ellenére valóban olyan jól jövedelmező üzletággal állunk-e szemben.)

Ha figyelembe vesszük a papírok árfolyamát is, a Home a jelenlegi (vagy múltbeli) nyereség és az osztalék tekintetében sokkal többet kínált az áráért. A Home nagyon alacsony könyv szerinti értéke jól példázza a részvényelemzésben rejlő alapvető kettősséget vagy ellentmondást. Ez ugyanis egyrészt azt jelenti, hogy a vállalat magas hozamot ér el a tőkéjén - ami általában az erő és a prosperitás egyik jele. Másrészt azonban azt, hogy a befektető ezen az árfolyamon különösen sebezhető lenne a vállalat jövedelmezőképességének bármilyen negatív változásával szemben. Mivel a Hospital 1969-ben könyv szerinti értéke négyyszeresen forog, ez a figyelemztetés mindkét vállalatra érvényes.

KÖVETKEZTETÉSEK: Egyértelműen az a véleményünk mindkét vállalatról, hogy a jelenlegi árfolyamon túl „gazdagok” ahhoz, hogy a konzervatív részvényválasztási elveinket követő befektető a vásárlásukon gondolkodjék. Ez nem azt jelenti, hogy a vállalatok ne lennének ígéretesek. A probléma éppen az, hogy árfolyamukban a tényleges teljesítmény helyett túl sok „ígéret” rejlik. A két vállalat 1969-es árfolyama együttesen majdnem 5 milliárd dollár értékű goodwillt tartalmaz. Hány évnyi kiváló jövőbeli eredményre lenne szükség ahhoz, hogy ez a hatalmas goodwill tényező osztalék vagy anyagi eszközök formájában „realizálható” legyen?

RÖVID TÁVÚ FOLYTATÁS: 1969 végén a piac egyértelműen többre tartotta a Hospital jövőbeli jövedelmezőségi kilátásait, mint a Home hasonló perspektíváit, hiszen az előbbi majdnem kétszer olyan magas árfolyam/nyereség hányadossal forgott. Történetesen a piac által jobban kedvelt papír nyeresége minimális mértékben

* Az árbevétel-arányos nyereség és a tőke megtérülése által mutatott jövedelmezőséget úgy határozhatjuk meg, ha a 18.3 táblázat „Mutatószámok” szakaszához lapozunk. Az „Adózott eredmény/bevételek” az árbevétel-arányos nyereséget, a „Nyereség/könyv szerinti érték” pedig a tőke megtérülését méri.

Nyolc cégpár összehasonlítása

18.3. táblázat: Harmadik pár

	American Home Products 1969	American Hospital Supply 1969
Árfolyam, 1969. december 31.	72 \$	45,125 \$
Törzsrészesvények száma	52 300 000	33 600 000
Törzsrészesvények piaci értéke	3 800 000 000 \$	1 516 000 000 \$
Adósság	11 000 000 \$	18 000 000 \$
Teljes tőkeellátottság piaci értéken	3 811 000 000 \$	1 534 000 000 \$
Egy részvényre jutó könyv szerinti érték	5,73 \$	7,84 \$
Bevételek	1 193 000 000 \$	446 000 000 \$
Adózott eredmény	123 300 000 \$	25 000 000 \$
Részvényenkénti eredmény, 1969	2,32 \$	0,77 \$
Részvényenkénti eredmény, 1964	1,37 \$	0,31 \$
Részvényenkénti eredmény, 1959	0,92 \$	0,15 \$
Jelenlegi osztalék	1,40 \$	0,24 \$
Osztalékfizetés első éve	1919	1947
Mutatószámok:		
Árfolyam/nyereség	31,0 ×	58,5 ×
Árfolyam/könyv szerinti érték	1250,0%	575,0%
Osztalékhozam	1,9%	0,55%
Adózott eredmény/bevételek	10,7%	5,6%
Nyereség/könyv szerinti érték	41,0%	9,5%
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	2,6 ×	4,5 ×
Részvényenkénti eredmény növekedése		
1964–1969	+75%	+142%
1959–1969	+161%	+405%

visszaesett 1970-ben, míg a Home tisztes, 8 százalékos növekedést tudott felmutatni. A Hospital piaci árfolyama érzékenyen reagált erre az egy kiábrándító évre. 1971 februárjában a papír 32 dolláron - körülbelül 30 százalékkal az 1969-es záró ára alatt - forgott, míg a Home részvényét árnyalatnyival az év végi záró ár felett jegyezték."

* Az American Home Products Co. ma Wyeth néven ismert; a részvény megtalálható a Standard & Poor's 500 részvényindexben. Az American Hospital Supply Co.-t 1975-ben felvásárolta a Baxter Healthcare Corp.

Negyedik pár: H & R Block, Inc. (jövedelemadózási szolgáltatások) és Blue Bell, Inc. (munkaruházat, egyenruhák stb. gyártása)

Ezek a New York-i Értéktőzsdén viszonylag új vállalatok a sikertörténetek két igen eltérő típusát testesítik meg. A Blue Bell egy olyan piacon küzdött fel magát, s vált annak egyik meghatározó szereplőjévé, ahol igen erős versennyel volt kénytelen megbirkózni. Nyeresége az iparági környezettel együtt valamelyest *ingadozott*, ám 1965 óta meggyőző növekedéssel büszkélkedhet. A vállalat működése 1916-ig nyúlik vissza, és 1923 óta megszakítás nélkül fizet osztalékot. 1969 végén a részvényi piac nem mutatott különösebb lelkesedést a papír iránt, árfolyam/nyereség hányadosa az S&P index 17-es értékével szemben csupán 11 volt.

Ezzel szemben a H & R Block üstökösként emelkedett. Első közzétett pénzügyi adatai 1961-re datálódnak: ebben az évben a vállalat 610000 dollár bevétel mellett 83000 dollár nyereséget ért el. Ám nyolc évvel később, összehasonlításunk idején bevételei már 53,6 millió dollárra szöktek fel, és 6,3 millió dollár adózott eredményt hoztak a cégnek. Akkoriban a részvényi piac finoman fogalmazva is eksztázisba esett e kiváló teljesítményű papírtól. Az 1969-es záró ár - 55 dollár - több mint a százszorosa volt az előző 12 hónapra jelentett eredménynek - amely természetesen minden korábbinál magasabb volt. A vállalat teljes piaci értéke közel harmincszorosa volt a részvények mögött álló anyagi eszközökének.¹ Ez szinte példátlan a komoly részvényi értékelések történelmében. (Akkoriban az IBM és a Xerox könyv szerinti értéke csupán 9-, illetve 11-szeresén forgott.)

A 18.4. táblázat dollárösszegekkel és különböző mutatószámokkal is *érzékelteti* a Block és a Blue Bell egymáshoz viszonyított értékelései közötti rendkívüli eltérést. Való igaz, hogy a Block tőkearányos jövedelmezősége kétszer akkora volt, mint a Blue Bellé, és - a gyakorlatilag a nulláról induló - nyereségének százalékos növekedési üteme is sokkal magasabb volt az elmúlt öt év alatt. Ám részvénytársaságként a Blue Bell a Block teljes értékének kevesebb mint a harmadát érte annak ellenére, hogy a Blue Bell négyszer akkora bevételt, valamint két és félszer nagyobb nyereséget ért el, öt és félszer több anyagi eszközzel rendelkezett, és kilencszer akkora osztalékhozamot produkált a részvényeseinek.

FELTÉTELEZETT KÖVETKEZTETÉSEK: Egy tapasztalt elemző jelentős lendületet érzett volna a Blockban, ami kiváló kilátásokkal kecsegtetett a jövőbeli növekedést illetően. Kissé talán aggódhatott volna az adózási szolgáltatások területén megfigyelhető éles verseny veszélyei miatt, viszont a Block által elért, tisztes mértékű tőkemegtérülést mindenképpen vonzónak találta volna.¹ Ám az Avon Products és az ahhoz hasonló kiváló vállalatok éles piaci versenyhelyzetben elért *folytató* sikertörténetére gondolva az elemző vonakodott volna a Block növekedési görbé-

* A „közel harmincszoros” arányt a 18.4. táblázat a „Mutatószámok” szakaszban található „Árfolyam/könyv szerinti érték” sor 2920 százalékos értéke tükrözi. Graham elképedve csóválta volna a fejét 1999 végén és 2000 elején, amikor számos high-tech cég is eszközértéke több százszorosán forgott (lásd a *fejezethez írt kommentárokat*). És még azt mondja, hogy „szinte példátlan a komoly részvényi értékelések történelmében”! A H & R Block a mai napig nyilvánosan jegyzett vállalat, míg a Blue Bell 1984 óta, amikor papírjait részvényként 47,50 dolláros árfolyamon felvásárolták, zártkörűen működik.

Nyolc cégpár összehasonlítása

18.4. táblázat: Negyedik pár

	H & R Block 1969	Blue Bell 1969
Árfolyam, 1969. december 31.	55 \$	49,75 \$
Törzsrészesvények száma	5 426 000	1 802 000 ^a
Törzsrészesvények piaci értéke	298 000 000 \$	89 500 000 \$
Adósság	—	17 500 000 \$
Teljes tőkeellátottság piaci értéken	298 000 000 \$	107 000 000 \$
Egy részesvényre jutó könyv szerinti érték	1,89 \$	34,54 \$
Bevételek	53 600 000 \$	202 700 000 \$
Adózott eredmény	6 380 000 \$	7 920 000 \$
Részesvényenkénti eredmény, 1969	0,51 \$ (október)	4,47 \$
Részesvényenkénti eredmény, 1964	0,07 \$	2,64 \$
Részesvényenkénti eredmény, 1959	—	1,80 \$
Jelenlegi osztalék	0,24 \$	1,80 \$
Osztalékfizetés első éve	1962	1923
Mutatószámok:		
Árfolyam/nyereség	108,0 ×	11,2 ×
Árfolyam/könyv szerinti érték	2920 %	142 %
Osztalékhozam	0,4 %	3,6 %
Adózott eredmény/bevételek	11,9 %	3,9 %
Nyereség/könyv szerinti érték	27 %	12,8 %
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	3,2 ×	2,4 ×
Forgótőke/adósság	Nincs adósság	3,75 ×
Részesvényenkénti eredmény növekedése		
1964–1969	+630 %	+68 %
1959–1969	—	+148 %

a Elsőbbségi részesvények átváltását feltételezve.

jenek gyors ellaposodását előre jelezni. Legfőbb aggálya egyszerűen az lett volna, hogy a vélt fényes jövő nem lett-e teljes mértékben beárazva a 300 millió dolláros piaci értékelésbe, illetve nem tekinthető-e a jelenlegi árszinten túlértékeltnek az egyébként kiváló vállalat. Ezzel szemben semmi nehézséget nem okozott volna az elemzőnek, hogy remek, viszonylag konzervatíván árazott vállalatként vételre ajánlja a Blue Bellt.

FOLYTATÁS 1971 MÁRCIUSÁIG. AZ 1970-es pánikközeli hangulat a Blue Bell árfolyamának egynegyedét, a Blockénak pedig a harmadát csípte le. Ezt követően mindkét papír kivette a részét az általános piaci fellendülésből. A Block árfolyama 75 dollárra nőtt 1971 februárjában, ám a Blue Bell lényegesen többet, a 3:2 arányú

részvényfelaprózás figyelembevételével 109 dollárig emelkedett. A Blue Bell az 1969. végi árfolyamokon egyértelműen jobb vételnek bizonyult, mint a Block. Ám a tény, hogy a Block mintegy 35 százalékos tudott növekedni egy nyilvánvalóan magas szintről, jelzi, hogy az elemzőknek és a befektetőknek - függetlenül attól, hogy milyen magasnak tűnik az árfolyam - rendkívül körültekintően kell eljárniuk, amikor egy jó vállalat papírjait - szóval vagy tettel - rövidre eladják."

Ötödik pár: International Flavors & Fragrances (ízesítőszer, illatanyagok stb. előállítás) vállalati ügyfeleknek) és International Harvester Co. (tehergépjárművek, mezőgazdasági felszerelések, építőgépek és berendezések)

Összevetésünk több meglepetéssel is szolgál. Mindenki ismeri az International Harvestert, a Dow Jones Industrial Average index 30 gigászának egyikét." Vajon hány olvasónk hallott egyáltalán az International Flavors & Fragrances (IFF) nevű vállalatról, amely a Harvester szomszédja a New York-i Értéktőzsdén jegyzett papírok listáján? Ennek ellenére, még kimondani is csodálatos, 1969 végén az IFF piaci kapitalizációja, vagyis részvényeinek piaci értéke nagyobb volt, mint a Harvesteré - 747 millió dollár a 710 millióval szemben. Ez még meghökkenőbb, ha figyelembe vesszük, hogy a Harvester 17-szer akkora részvénytőkével és 27-szer akkora éves bevétellel rendelkezett, mint a Flavors. Valójában alig három évvel korábban a Harvester adózott nyeresége meghaladta a Flavors 1969-es bevételét*. Hogyan alakulhattak ki ezek a rendkívüli aránytalanságok? A válasz a két varázsszóban - jövedelmezőség és növekedés - rejlik. A Flavors figyelemre méltó eredményt ért el mindkét kategóriában, míg a Harvester teljesítménye hagyott kivetnivalót maga után.

A történetet a 18.5. táblázat mutatja be. Ebben láthatjuk, hogy a Flavors szenzációs, a bevétel 14,3 százalékos rúgó nyereséget ért el (a társasági adó előtt 23 százalék volt az arány), míg a Harvester esetében ugyanez a mutató csupán 2,6 százalék. Hasonlóképpen a Flavors 19,7 százalékos nyereséget ért el a könyv szerinti eszközértékén, szemben a Harvester által elért 5,5 százalékos eredménnyel.

* Graham a „szerencsejátékosok tévedésének" egyik formájára figyelmezteti az olvasót, amelyben a befektetők azt gondolják, hogy egy túlértékelt részvény árfolyamának csökkennie kell pusztán azért, mert túlértékelt. Ahogy pénzfeldobás esetén sem lesz a fej valószínűsége nagyobb csupán azért, mert előzőleg zsinórban kilencszer az írás volt felül, úgy a túlértékelt részvény (vagy részvénytőzsdén!) is meglepően hosszú ideig maradhat túlértékelt. Ez egyszerű halandók számára túl kockázatos teszt a rövidre eladást, amikor a részvények esésére játszunk.

** Az International Harvester a McCormick Harvesting Machine Co.-nek a jogutódja. Ez a vállalat gyártotta a híres McCormick aratógépet, amelyik jelentős mértékben hozzájárult ahhoz, hogy a közép-nyugati államok „a világ éléstárává" válhassanak. Ám az International Harvesterre nehéz idők jártak a 70-es években, és 1985-ben eladta mezőgazdasági felszereléseket gyártó üzletágát a Tennacónak. Az így maradt vállalat Navistarra változtatta a nevét, majd 1991-ben kikerült a Dow-ból (ennek ellenére az S&P 500 indexben benne maradt). Az International Flavors & Fragrances, amely szintén az S&P 500 egyik alkotóeleme, 2003 elején 3 milliárd dolláros részvénytőzsdéi értékkel rendelkezett - szemben a Navistar 1,6 milliárdjával.

Nyolc cégpár összehasonlítása

18.5. táblázat: Ötödik pár

	International Flavors & Fragrances 1969	International Harvester 1969
Árfolyam, 1969. december 31.	65,5 \$	24,75 \$
Törzsrészesvények száma	11 400 000	27 329 000
Törzsrészesvények piaci értéke	747 000 000 \$	710 000 000 \$
Adósság	4 000 000 \$	313 000 000 \$
Teljes tőkeellátottság piaci értéken	751 000 000 \$	1 023 000 000 \$
Egy részvényre jutó könyv szerinti érték	6,29 \$	41,70 \$
Bevételek	94 200 000 \$	2 652 000 000 \$
Adózott eredmény	13 540 000 \$	63 800 000 \$
Részvényenkénti eredmény, 1969	1,19 \$	2,30 \$
Részvényenkénti eredmény, 1964	0,62 \$	3,39 \$
Részvényenkénti eredmény, 1959	0,28 \$	2,83 \$
Jelenlegi osztalék	0,50 \$	1,80 \$
Osztalékfizetés első éve	1956	1910
Mutatószámok:		
Árfolyam/nyereség	55 ×	10,7 ×
Árfolyam/könyv szerinti érték	1050 %	59 %
Osztalékhozam	0,9 %	7,3 %
Adózott eredmény /bevételek	14,3 %	2,6 %
Nyereség/könyv szerinti érték	19,7 %	5,5 %
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	3,7 ×	2,0 ×
Forgótőke/adósság	Nagy	1,7 ×
Kamatfedezettség	—	3,9 × ^a
Részvényenkénti eredmény növekedése		
1964–1969	+93 %	+9 %
1959–1969	+326 %	+39 %

a Adófizetés előtt.

nyel. Öt év alatt a Flavors adózott nyeresége majdnem megduplázódott, míg a Harvesteré gyakorlatilag nem változott. Az 1969 és 1959 közötti összevetés hasonló eredményeket ad. Ezek a teljesítménybeli különbségek tipikus eltérést eredményeztek a részvénytőke értékelésében. 1969-ben a Flavors utoljára jelentett részvényenkénti nyeresége 55-szörösén forgott, a Harvester pedig csak 10,7-szeresen. Ennek megfelelően a Flavors könyv szerinti értéke 10,7-szeresére taksálta a piac, míg a Harvester nettó vagyónához képest 41 százalék *diszkonttal* forgott.

Az intelligens befektető

MEGJEGYZÉS ÉS KÖVETKEZTETÉSEK: AZ első említésre méltó dolog, hogy a Flavors piaci sikere teljes egészében alaptervékenységének fejlődésére épült, nem pedig a jogszerűség határán táncoló vállalati manipulációknak, felvásárlási programoknak, fejnehéz tőkeszerkezetnek és egyéb, a közelmúltban a Wall Streeten oly gyakori praktikáknak volt köszönhető. A vállalat megmaradt rendkívül jól jövedelmező kaptafájánál - és gyakorlatilag ennyi az egész történet. A Harvester eredményeinek alakulása teljesen más jellegű kérdéseket vet fel, ám ezeknek sincs semmi közük az „emelt szintű pénzügyekhez”. Miért válik oly sok kiváló vállalat viszonylag rosszul jövedelmezővé még az általános fellendülés hosszú éveit alatt is? Mi értelme van 2,5 milliárd dolláros forgalmat produkálni, ha a vállalat nem képes annyi nyereséget elérni, hogy igazolni tudja részvényesei befektetésének értelmét? Nem a mi tisztünk választ adni ezekre a kérdésekre. Ám fontosnak véljük, hogy ne csak a vállalatvezetők, hanem az egyszerű részvényesek is tudatában legyenek annak, hogy ez a probléma igenis létezik, és a legjobb koponyákra és a legnagyobb erőfeszítésekre van szükség, hogy kezelni lehessen.¹ A részvénykiválasztás szempontjából egyik részvény sem felelt volna meg a megbízható, megfelelően vonzó és mérsékelt árazású befektetésekkel kapcsolatos elvárásainknak. A Flavors a kimagaslóan sikeres, és ennek megfelelően rendkívül magasra értékelt vállalat tipikus példája volt; a Harvester eredményei pedig még ahhoz is túl középszerűek voltak, hogy akár a diszkontárán igazán vonzóvá tegyék. (Kétségek nélkül jobb értékeket lehetett találni a méltányos árú papírok körében.)

FOLYTATÁS 1971-IG: A Harvester 1969. végi alacsony ára megvédte a papírt egy jelentős eséstől az 1970-es nehéz időkben, így csak 10 százalékkal csökkent az árfolyama. A Flavors sebezhetőbbnek bizonyult, és 30 százalékot esve 45 dollárra csúszott vissza az árfolyama. Az ezt követő fellendülés során mindkét papír jócskán 1969-es záró ára fölé emelkedett, ám a Harvester rövidesen visszaesett a 25 dolláros szintre.

Hatodik pár: McGraw Edison (közmű és berendezések; háztartási berendezések) és McGraw-Hill, Inc. (könyvek, filmek, oktatórendszerek; magazin- és újságkiadás; információs szolgáltatások)

Ezt a párt két igen hasonló nevű, nagy és sikeres vállalkozás alkotja, amelyek egymástól teljesen eltérő területeken tevékenykednek - és amelyeket a most következő oldalakon az egyszerűség kedvéért Edisonnak és Hillnek fogunk nevezni. A 18.6. táblázatban látható összehasonlításunk időpontjának 1968. december 31 -ét választottuk. A papírok körülbelül hasonló áron forogtak, ám a Hill - nagyobb tőkéjének köszönhetően - mintegy kétszer akkora piaci értékkel büszkélkedhe-

* Graham részvényesi aktivitással kapcsolatos további gondolatait lásd a 19. fejezethez írt kommentárokból. Azzal, hogy a részvényesi érték maximalizálásának elmulasztásáért kritizálta a Harvestert, Graham háttérzongató módon megérezte a vállalat jövőbeli menedzsmentjének viselkedését. 2001-ben a részvényesek többsége úgy döntött, hogy eltávolítja a Navistar külső felvásárlási ajánlatokra vonatkozó korlátozását - ám az igazgatótanács egyszerűen visszautasította a részvényesek kívánságának valóra váltását. Figyelemre méltó, ahogy egyes cégek vezetési kultúrájában évtizedekig jelen lehetnek az antidemokratikus irányzatok.

Nyolc cégpár összehasonlítása

18.6. táblázat: Hatodik pár

	McGraw Edison 1968	McGraw-Hill 1968
Árfolyam, 1968. december 31.	37,625 \$	39,75 \$
Törzsrészesvények száma	13717000	24200000 ^a
Törzsrészesvények piaci értéke	527000000 \$	962000000 \$
Adósság	6 000 000 \$	53000000 \$
Teljes tőkeellátottság piaci értéken	533000000 \$	1 015 000 000 \$
Egy részesvényre jutó könyv szerinti érték	20,53 \$	5,00 \$
Bevételek	568 600 000 \$	398 300 000 \$
Adózott eredmény	33 400 000 \$	26 200 000 \$
Részesvényenkénti eredmény, 1968	2,44 \$	1,13 \$
Részesvényenkénti eredmény, 1963	1,20 \$	0,66 \$
Részesvényenkénti eredmény, 1958	1,02 \$	0,46 \$
Jelenlegi osztalék	1,40 \$	0,70 \$
Osztalékfizetés első éve	1934	1937
Mutatószámok:		
Árfolyam/nyereség	15,5 ×	35,0 ×
Árfolyam/könyv szerinti érték	183,0%	795,0%
Osztalékhozam	3,7%	1,8%
Adózott eredmény/bevételek	5,8%	6,6%
Nyereség/könyv szerinti érték	11,8%	22,6%
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	3,95 ×	1,75 ×
Forgótőke/adósság	Nagy	1,75 ×
Részesvényenkénti eredmény növekedése		
1963–1968	+104%	+71%
1958–1968	+139%	+146%

a Elsőbbségi részesvények átváltását feltételezve.

tett. Ez a különbség valamelyest meglepő lehet, hiszen az Edison körülbelül 50 százalékkal több bevételt és negyedével nagyobb adózott eredményt ért el Ennek eredményeként azt láthatjuk, hogy a legfontosabb mutatószám - az árfolyam/nyereség hányadosa - kétszer akkora volt a Hill esetében, mint az Edisonnál. Ez a jelenség elsősorban azzal magyarázható, hogy a piac elfogult a könyvkiadó társaságok részesvényeivel, lévén azok nagy rajongója; az ilyen profilú vállalatok közül jó néhányal a 60-as évek második felében kezdtek el nyilvánosan kereskedni.*

* A McGraw-Hill a mai napig tőzsdén jegyzett vállalatulajdonosa - egyebek között - a *BusinessWeek* magazinnak és a Standard & Poor's Corp.-nek. A McGraw Edison a Cooper Industries egyik divíziója.

Valójában 1968 végére nyilvánvalóvá vált, hogy ez a lelkesedés eltűzött. 1967-ben 56 dolláron, az 1966-ra pontosan akkor jelentett rekordnyereségnek több mint a negyvenszeresén forogtak a Hill részvényei. Am egy kis visszaesés következett be 1967-ben, és további csökkenés 1968-ban is. Így az aktuálisan magas, 35-szörös nyereségszorozót olyan vállalat érdemelte ki, amelynek az előző két évben csökkent a nyeresége. Ennek ellenére a piac a vállalat anyagi eszközeinek több mint nyolcszorosára értékelte a részvényeket, ami majdnem egymilliárd dolláros goodwill komponenst jelez! Ekként úgy tűnik, hogy az árfolyam - Dr. Johnson híres mondásával élve - „a remény tapasztalat feletti diadalát” jelezte.

Ezzel szemben a McGraw Edison mind a (magas) általános piaci árszínthez, mind a vállalat összteljesítményéhez és pénzügyi helyzetéhez viszonyítva mérsékeltbb árfolyamon forgott.

FOLYTATÁS 1971 ELEJÉIG: A McGraw-Hill nyereségének csökkenése 1969-ben és 1970-ben is folytatódott: részvényenként előbb 1,02, majd 0,82 dollárra mérséklődött a profit. Az 1970. májusi összeomlásban az árfolyam súlyos veszteséget szenvedett el, és egészen 10 dollárig zuhant - ami kevesebb mint ötöde a két évvel korábbi árnak. Jócskán visszapattant erről a mélypontról, de az 1971. május 24-ei 24 dolláros csúcs még mindig csak 60 százaléka az 1968-as záró árának. A McGraw Edison ennél jobban teljesített: 22 dollárig esett 1970-ben, de 1971 májusára ezt teljesen ledolgozta, és a papír újra 41,5 dollárt ért.*

A McGraw-Hill továbbra is erős és prosperáló vállalat. Ám árfolyamának alakulása - sok más esethez hasonlóan - azt a spekulatív kockázatot példázza, amit a Wall Street optimizmusa és pesszimizmusa fegyelmezetlen hullámaival az ilyen papírokban megteremt.

Hetedik pár: National General Corp. (nagy konglomerátum) és National Presto Industries (különbéle elektromos készülékek, ellátási szolgáltatás)

Ez a két vállalat elsősorban azzal érdemelte ki figyelmünket, hogy annyira különbözök. Nevezzük őket Generálnak és Prestónak. Az összehasonlításhoz 1968 végét választottuk, mert a General 1969-ben alkalmazott leírásai kissé zavarossá teszik annak az évnek az összképét. Az ezt megelőző évben a General tevékenysége egy fokkal még kevésbé volt szerteágazó, ám a vállalat elég sok területen jelen volt ahhoz, hogy nyugodt szívvel nevezhessük konglomerátumnak. A *Stock Guide* tömör leírása szerint: „országos mozihálózat; mozi- és tévéfilmgyártás, takarékszövetkezet, könyvkiadás.” Amihez - akkor vagy később - hozzá lehetett még termi: „biztosítás, befektetési banki tevékenység, hangstúdió, zenekiadás, számítógépes szolgáltatások, ingatlan - és 35 százalékos részesedés a Performance Systems, Inc.-ben (amely a közelmúltban változtatta meg a nevét az eredeti Minnie

* A Graham által említett, 1970. májusi összeomlásban az amerikai részvénypiac 5,5 százalékot veszített. 1970. március végétől június végéig az S&P 500 index 19 százalékot veszített értékéből, ami az index történelmének egyik legrosszabb három hónapos hozamának bizonyult.

Pearl's Chicken System, Inc.-ről)". A Presto is diverzifikációs stratégiát követett, ám a Generalhoz képest sokkal szerényebb mértékben. Kukták piacvezető gyártójaként kezdte, majd tevékenységi körét különféle háztartási és elektromos készülékekkel bővítette. Egy teljesen más területen is jelen volt azzal, hogy az amerikai kormányzattal ellátási szerződéseket kötött.

18.7. táblázatunk a vállalatok 1968. végi adatait mutatja. A Presto tőkeszerkezete a lehető legegyszerűbb volt - pusztán 1478000 törzsrészből állt, amely 58 millió dollárt ért a részvénytőzsinonon. Ezzel szemben a General több mint kétszer ennyi törzsrészből áll, azonfelül pedig egy sorozat átváltható elsőbbségi részvénytől, három sorozat hatalmas mennyiségű törzsrészvény megvásárlására jogosító részvényutalvánnyal és tengernyi átváltható kötvénnyel (amelyeket egy biztosítótársaság részvényeiért cserébe bocsátottak ki), illetve jelentős mennyiségű nem átváltható kötvénnyel is rendelkezett. Így tőkéjének piaci értéke 534 millió dollárt tett ki, nem számítva egy küszöbönálló átválthatókötvény-kibocsátást (azzal együtt 750 millió lett volna ez a szám). A National General lényegesen nagyobb tőkeereje ellenére ténylegesen sokkal kisebb bruttó bevételt ért el a pénzügyi évben, mint a Presto, és adózott eredménye is csak 75 százaléka volt a másik vállalaténak.

A General részvénytőkéje *valódi piaci értékének* meghatározása érdekes problémát vet fel az értékpapír-elemzők számára, és fontos következménnyel jár mindazoknak, akik a szerencsejátéknál kicsit is komolyabban érdeklődnek a papír iránt. A viszonylag kis mennyiségű, 4,5 dolláros osztalékot fizető, átváltható elsőbbségi részvényeket egyszerűen kezelhetjük, ha feltételezzük, hogy amint a törzsrészvény megfelelő piaci szintet érnek el, átváltják őket. A 18.7. táblázat az ennek megfelelő értékeket tartalmazza. Ám a részvényutalványok ettől eltérő bánásmódot kívánnak. A „teljes hígulási hatás” kiszámításához a vállalat azt feltételezi, hogy a részvényutalványok minden tulajdonosa teljes egészében él a papírja által biztosított vásárlási joggal, a vállalat az így befolyt összeget adósságai visszafizetésére (kötvényei visszavásárlására) fordítja, az ezután megmaradt egyenlegről pedig törzsrészvényeket vásárol a piacon. Ezekkel a feltételezésekkel számolva gyakorlatilag nem változott az 1968-as év részvényenkénti nyeresége - amelyre hígítás előtt és után is 1,51 dollárt jelentett a társaság. Logikátlanak és életszerűtlennek tartjuk ezt a gondolkodást. Mi úgy látjuk, hogy a részvényutalványok a „közönséges részvények csomagjának” részét képezik, így piaci értékük a tőke törzsrészvénykomponense „tényleges piaci értékének” része. (Részletek a 341. oldalon.) Ha a törzsrészvények piaci értékéhez hozzáadjuk a részvényutalványokét, gyökeresen megváltoznak a National General 1968. év végi számadatai, ahogy ez a 18.7. táblázatban lévő számításokból látható. A törzsrészvények „valódi piaci értéke” több mint kétszerese lesz a részvényárból adódó összegnek. Ily módon az árfolyam és az 1968-as nyereség hányadosa is a kétszeresére nő - veszélyesen magas szintre, 69-re. A „törzsrészvény-egyenértékese” teljes piaci értéke így 413 millió dollár, ami háromszor meghaladja az anyagi eszközök értékét.

Ezek a számok még inkább visszásnak tünnek, ha összehasonlítjuk őket a Presto eredményeivel. Az ember önkéntelenül azt kérdezi, hogyan értékelhetik a Prestót

Az intelligens befektető

18.7. táblázat: *Hetedik pár*

	National General 1968	National Presto Industries 1968
Árfolyam, 1968. december 31.	44,25 \$	38,625 \$
Törzsrészesvények száma	4 330 000 ^a	1 478 000
Törzsrészesvények piaci értéke	192 000 000 \$	58 000 000 \$
Kibocsátott részvényutalványok piaci értéke	221 000 000 \$	—
Törzsrészesvények és részvényutalványok összértéke	413 000 000 \$	—
Előresorolt értékpapírok	121 000 000 \$	—
Teljes tőkeellátottság piaci értéken	534 000 000 \$	58 000 000 \$
Törzsrészesvény részvényutalványokkal kiigazított piaci árfolyama	98 \$	—
Egy törzsrészesvényre jutó könyv szerinti érték	31,50 \$	26,30 \$
Bevételek	117 600 000 \$	152 200 000 \$
Adózott eredmény	6 121 000 \$	820 600 \$
Részvényenkénti eredmény, 1968	1,42 \$ (dec.)	5,61 \$
Részvényenkénti eredmény, 1963	0,96 \$ (szept.)	1,03 \$
Részvényenkénti eredmény, 1958	0,48 \$ (szept.)	0,77 \$
Jelenlegi osztalék	0,20 \$	0,80 \$
Osztalékfizetés első éve	1964	1945
Mutatószámok:		
Árfolyam/nyereség	69,0 × ^b	6,9 ×
Árfolyam/könyv szerinti érték	310,0%	142,0%
Osztalékhozam	0,5%	2,4%
Adózott eredmény/bevételek	5,5%	5,4%
Nyereség/könyv szerinti érték	4,5%	21,4%
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	1,63 ×	3,40 ×
Forgótőke/adósság	0,21 ×	Nincs adósság
Részvényenkénti eredmény növekedése		
1963–1968	+48 %	+450 %
1960–1968	+195 %	+630 %

a Elsőbbségi részesvények átváltását feltételezve.

b Részvényutalványok piaci árával kiigazítva.

Nyolc cégpár összehasonlítása

jelenlegi nyereségének csupán 6,9-szeresére, amikor a General ugyanezen szorzója közel tízszer ekkora volt. A Presto minden mutatószáma igazán kielégítő - a növekedési ütem valójában gyanúsán jó. Ez alatt azt értjük, hogy a vállalat kétségkívül jelentős mértékben profitált a háborús időszakból, és a részvényeseknek a nyereség valamilyen mértékű visszaesésére kell felkészülniük a béke idején. Ám összességében a Presto a stabil és mérsékelt árazású befektetésekkel szemben állított minden követelményünknek megfelelt, míg a General a 60-as évek vége tipikus „konglomerátumának” összes ismertetőjelét magán viselte: elmes vállalati mechanizmusok és grandiózus gesztusok tömkelege, ám a piaci árfolyam mögül hiányzott a valódi érték.

FOLYTATÁS: A General 1969-ben is folytatta diverzifikációs stratégiáját, némileg növelve eközben az adósságállományát. Ám sok millió dolláros leírást volt kénytelen végrehajtani, elsődlegesen a Minnie Pearl Chicken-ügylet befektetési értékében. A végleges számok az adókedvezmény figyelembevétel előtt 72 millió dolláros, utána 46,4 millió dolláros veszteséget mutattak. 1969-ben a részvények árfolyama 16,5 dollárra esett, a következő évben pedig 9 dolláros mélypontra zuhant (ez csupán 15 százaléka volt az 1968-as 60 dolláros csúcshoz). Az 1970-re jelentett hígított részvényenkénti eredmény 2,33 dollárra rúgott, és 1971-ben 28,5 dollárig erősödött vissza az árfolyam. A National Presto mind 1969-ben, mind 1970-ben valamelyest növelni tudta a részvényenkénti eredményét, így profitja 10 éve megszakítás nélkül emelkedett. Ennek ellenére árfolyama 21,5 dollárig esett az 1970-es összeomlásban. Ez érdekes ár, mert kevesebb mint négyszer haladja meg az utoljára jelentett nyereséget, és alatta marad a nettó forgóeszközök akkori értékének. 1971 későbbi időszakában 60 százalékkal magasabban, 34 dollárnál találjuk a National Presto árfolyamát, de a mutatószámok változatlanul megdöbbentők. A megnövekedett forgótőke továbbra is körülbelül az aktuális árfolyammal egyezik meg, ami viszont 5,5-szerese az utoljára jelentett nyereségnek. Ha a befektető - a diverzifikálás kedvéért - találna tíz ilyen papírt, biztos lehetne befektetései kielégítő eredményében.'

Nyolcadik pár: Whiting Corp. (anyagkezelő gépek, berendezések) és Willcox & Gibbs (kis konglomerátum)

A pár két tagja egymáshoz közel, ám nem közvetlenül egymás mellett helyezkedik el az Amerikai Értéktőzsde listáján. A 18.8A. táblázatban található összevetésük láttán az ember elgondolkodik azon, hogy a Wall Street vajon rendelkezik-e józan ésszel. A kisebb bevétellel és nyereséggel, illetve feleakkora eszközértékkel bíró vállalat teljes piaci értéke körülbelül négyszer akkora volt, mint a másiké. A drágábbnak tartott vállalat az egyszeri tételek figyelembevételével jelentős

* A National Presto mind a mai napig a tőzsdén jegyzett vállalat. A National Generált 1974-ben felvásárolta egy másik ellentmondásos konglomerátum, az American Financial Group (AFG), amelynek a különböző időszakokban olyan érdekeltségei voltak, mint kábeltelevíziók, bankok, ingatlan, befektetési alapok, biztosítók és banán. A Penn Central Corp. egyes eszközeinek szintén az AFG lett a végső nyughelye (lásd 17. fejezet).

Az intelligens befektető

18.8A. táblázat: *Nyolcadik pár*

	Whiting 1969	Willcox & Gibbs 1969
Árfolyam, 1969. december 31.	17,75 \$	15,5\$
Törzsrészcvények száma	570000	2 381000
Törzsrészcvények piaci értéke	10200000\$	36900000\$
Adósság	1000000\$	5 900000 S
Elsőbbségi részvény	-	1 800000
Teljes tőkeellátottság piaci értéken	11200 000 S	44600000\$
Egy részvényre jutó könyv szerinti érték	25,39 S	3,29\$
Bevételek	42200000\$ (október)	29000000\$ (december)
Adózott eredmény egyszeri tételek nélkül	1 091000\$	347000\$
Adózott eredmény egyszeri tételekkel	1 091000 \$	2 639000 \$ <i>veszteség</i>
Részvényenkénti eredmény, 1969	1,91 S (október)	0,08 ^a \$
Részvényenkénti eredmény, 1964	1,90\$ (április)	0,13\$
Részvényenkénti eredmény, 1959	0,42 \$ (április)	0,13\$
Jelenlegi osztalék	1,50\$	-
Osztalékfizetés első éve	1954	(1957 óta nincs osztalék)
Mutatószaamok:		
Árfolyam / nyereség	9,3 x	Nagyon nagy
Árfolyam/könyv szerinti érték	70,0%	470,0%
Osztalékhozam	8,4%	-
Adózott eredmény/bevételek	3,2%	0,1 V
Nyereség/könyv szerinti érték	7,5%	2,4% ^a
Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	3,0 x	1,55 x
Forgótőke/adósság	9,0 x	3,6 x
Részvényenkénti eredmény növekedése		
1964-1969	Változatlan	Csökkenés
1959-1969	+354%	Csökkenés

a Rendkívüli tételek nélkül, def.: deficit.

Nyolc cégpár összehasonlítása

18.8B. táblázat: A Whiting és a Willcox & Gibbs árfolyamának és nyereségének alakulása 1961 és 1970 között

Év	Whiting Corp.		Willcox & Gibbs	
	Részvényenkénti eredmény ^a	Árfolyamsáv	Részvényenkénti eredmény	Árfolyamsáv
1970	1,81	22,5-16,25	0,34	18,5-4,5
1969	2,63	37-17,75	0,05	20,625-8,75
1968	3,63	43,125-28,25	0,35	20,125-8,33
1967	3,01	36,5-25	0,47	11-4,75
1966	2,49	30,25-19,25	0,41	8-3,75
1965	1,90	20-18	0,32	10,375-6,125
1964	1,53	14-8	0,20	9,5-4,5
1963	0,88	15-9	0,13	14-4,75
1962	0,46	10-6,5	0,04	19,75-8,25
1961	0,42	12,5-7,75	0,03	19,5-10,5

a Április 30 ával véget ért év.

Az eredmények dollárban megadva.

veszteséget készült jelenteni, és tizenhárom éve nem fizetett osztalékot. A másik hosszú ideje kielégítő eredményeket jelentett, 1936 óta folyamatosan fizetett osztalékot, és akkoriban az összes részvény közül az egyik legmagasabb osztalékhozamot kínálta. Hogy szemléletesebbé tegyük a két vállalat teljesítménye közötti egyenlőtlenséget, a 18.8B. táblázatban eredményeik, illetve árfolyamaik 1961 és 1970 közötti alakulását is bemutatjuk.

A két vállalat történelme érdekes megvilágításba helyezi az ország közepes méretű vállalkozásainak fejlődését, ha azt összehasonlítjuk azon sokkal nagyobb vállalatok előrehaladásával, amelyekkel elsődlegesen foglalkozunk könyvünkben. A Whitingot 1896-ban alapították, így történelme legalább 75 év hosszan nyúlik vissza a múltba. Meglehetősen következetesen kitartott az anyagkezelési iparág mellett, és évtizedeken át egészen jó eredményeket tudott ott felmutatni. A Willcox & Gibbs gyökerei időben még messzebb - egészen 1866-ig - nyúlnak, és ipari varrógépek neves gyártójaként régóta ismert volt az iparágában. Az elmúlt évtizedben diverzifikációba kezdett a vállalat, ám úgy tűnik, igen furcsa stratégiát követ. Egyrészt igen sok (legalább 24) leányvállalattal és általuk igen széles termékkínálattal rendelkezik, másrészt azonban Wall Street-i mértékkel nézve az egész konglomerátum aligha jelentős.

A Whiting nyereségének időbeli alakulása jól példázza szokásos aggályainkat. A számok stabil és igen látványos emelkedést mutatnak az 1960-as részvényenkénti 41 centről az 1968-ban elért 3,63 dollárig. Ám semmi biztosíték nem volt arra vonatkozóan, hogy az ilyen mértékű növekedés korlátlan ideig fennmaradhat. Az ezt követő visszaesés, azaz az 1971 januárjában véget ért 12 hónap során

elért 1,77 dolláros nyereség lehet, hogy csupán a gazdaság egészének lassulását tükrözze. A részvényt piac azonban nagyon szigorúan reagált, a papír az 1968-as csúcspontból (43,5 dollár) 60 százalékot veszítve 1969-es záró áráig esett. Elemzésünk azt mutatta volna, hogy stabil és vonzó második kategóriájú vállalatról van szó, amely illetett volna a vállalkozó szellemű befektető megfelelő portfóliójába.

FOLYTATÁS: A Willcox & Gibbs szerény működési veszteséget mutatott ki 1970-re. Árfolyama drámai mértékben, 4,5 dolláros mélypontra zuhant, majd a szokott módon visszapattanva 1971 februárjában már 9,5 dollárt ért a papír. Statisztikai módszerekkel nehéz lenne megindokolni ezt az árat. A Whiting árfolyama viszonylag kis mértékben, csupán 16,75 dollárig csökkent 1970-ben. (Ezen a szinten a papír körülbelül forgóeszközei értékén mozgott.) Részvényenkénti eredménye nagyjából változatlan maradt, és 1,85 dollárt tett ki 1971 júliusában. 1971 elején az árfolyam 24,5 dollárig emelkedett, ami reálisnak tűnt, ám saját mércénk szerint a papírt már nem lehetett „alkalmi vételnek” minősíteni.*

Általános megállapítások

Az összehasonlításokban szereplő részvényeket tudatosan választottuk ki, így nem állíthatjuk, hogy véletlenszerű keresztmetszetét adnák a részvények listájának. Csak ipari vállalatokat szerepeltettünk, ezért olyan fontos területek maradtak ki, mint a közműszolgáltatók, a vasúttársaságok és a pénzügyi vállalkozások. Ezek a cégek méretükben, tevékenységükben, illetve minőségi és mennyiségi jellemzőikben kellő mértékben változatosak ahhoz, hogy érzékeltessék, mily en választási lehetőségek előtt áll a részvényt vásárolni kívánó befektető.

Az árfolyam és a kimutatott érték közötti kapcsolat jelentősen eltért az egyes vállalatok esetében. A jobb növekedési eredményeket és jövedelmezőséget felmutató vállalatok aktuális nyereségükhöz képest jellemzően magasabb szorzóval forogtak - ami általánosságban elég logikus is. Hogy az árfolyam/nyereség hányadosok között fennálló különbségeket a tények indokolják-e - vagy a jövőbeli események igazolni fogják-e -, erre biztonsággal nem tudunk válaszolni. Másrészt azonban számos olyan példával találkoztunk, amelyek esetében érdemi ítéletet alkothattunk. Gyakorlatilag minden olyan eset ide tartozik, ahol jelentős piaci aktivitás jellemezte a megkérdőjelezhető mögöttes stabilitású vállalatokat. Az ilyen részvények nemcsak hogy spekulatívnak - így szükségszerűen kockázatosnak - minősülnek, hanem az idő nagy részében túlértékelték is. Más részvények pedig, úgy tűnt, az előbbivel ellentétes piaci attitűdnek vagy a nyereségük csökkenése miatti indokolatlan pesszimizmusnak betudhatóan többet értek, mint amennyibe kerültek.

A 18.9. táblázatban a fejezet során ismertetett részvények árfolyam-ingadozása-iról közlünk néhány adatot. A többségük nagymértékben csökkent 1961 és 1962,

* A Whiting Corp. végül a Wheelabrator-Frye leányvállalata lett, de 1983-ban zártkörűvé alakították. A Willcox & Gibbs tulajdonosa ma a Group Rexel, egy elektromosberendezés-gyártó, amely a Pinault-Printemps-Redoute Group of France egyik divíziója. A Rexel részvényeivel a párizsi értéktőzsdén kereskednek.

Nyolc cégpár összehasonlítása

18.9. táblázat: A tizenhat részvény egyes árfolyam-ingadozásai (az 1970 előtti részvényfelaprózásokkal kiigazítottan, dollárban)

	Árfolyamsáv 1936-1970	Csökkenés 1961 és 1962 között	Csökkenés 1968-69 és 1970 között
Air Products & Chemicals	1,375-49	43,25-21,625	49-31,375
Air Reduction	9,375-45,75	22,5-12	37-16
American Home Products	0,875-72	44,75-22	72-51,125
American Hospital Supply	0,75-47,5	11,625-5,75	47,5-26,75°
H & R Block	0,25-68,5	.	68,5-37,125"
Blue Bell	8,75-55	25-16	44,75-26,5
International Flavors & Fragrances	4,75-67,5	8-4,5	66,375-44,875
International Harvester	6,25-53	28,75-19,25	38,75-22
McGraw Edison	1,25-46,25	24,375-14"	44,75-21,625
McGraw-Hill	0,125-56,5	21,5-9,125	54,625-10,25
National General	3,625-60,5	14,875-4,75 ^b	60,5-9
National Presto Industries	0,5-45	20,625-8,25	45-21,5
Real Estate Investment Trust	10,5-30,25	25,125-15,25	30,25-16,375
Realty Equities of N.Y.	3,75-47,75	6,875-4,5	37,75-2
Whiting	2,875-43,375	12,5-6,5	43,375-16,75
Willcox & Gibbs	4-20,625	19,5-8,25	20,375-4,5

a Maximum-és minimum-árfolyamát is 1970-ben érte el.

b 1959 és 1960 között.

18.10. táblázat: A McGraw-Hill nagy évenkénti ingadozásai, 1958-1971-ben (dollárban)¹

Periódus kezdte	Periódus vége	Emelkedés	Csökkenés
1958	1959	39-72	
1959	1960	54-109,75	
1960	1961	21,75-43,125	
1961	1962	18,25-32,25	43,125-18,25
1963	1964	23,375-38,875	
1964	1965	28,375-61	
1965	1966	37,5-79,5	
1966	1967	54,5-112	
1967	1968		56,25-37,5
1968	1969		54,625-24
1969	1970		39,5-10
1970	1971	10-24,125	

a A részvényárfolyamok nincsenek a részvényfelaprózásoknak megfelelően kiigazítva.

Az intelligens befektető

illetve 1969 és 1970 között. Nyilvánvaló, hogy a befektetőnek a jövőben is fel kell készülnie az ilyen típusú negatív részvénytőzsi mozgásokra. A 18.10. táblázatban az 1958-1970-es időszakra vonatkozóan mutatjuk a McGraw-Hill törzsrészvényének évenkénti ingadozását. Figyeljük meg, hogy az árfolyam éves növekedése vagy csökkenése az elmúlt 13 év mindegyikében egyik évről a következőre a kétszeres-háromszoros tartományba esett. (A National General esetében minden két éves időszakban találkozhattunk ilyen nagyságrendű árfolyam-ingadozásokkal, pozitív és negatív irányban egyaránt.)

Miközben a fejezetben bemutatandó papírok kiválasztása érdekében a részvények listáját böngésztük, ismét megdöbbsentünk az értékpapír-elemzés megszokott céljai és az általunk megbízhatónak és kifizetődőnek ítélt célok közötti komoly különbségen. Az elemzők többsége azokat a papírokat próbálja meg kiválasztani, amelyek - elsődlegesen a részvénytőzsi teljesítményük, illetve a jövedelmezőképességük tekintetében - a legjobb eredményt fogják nyújtani a jövőben. Őszintén kételkedünk abban, hogy ezt a tevékenységet kielégítő eredményekkel lehet végezni. Véleményünk szerint az elemző feladata inkább az lenne, hogy olyan kivételes vagy a többség véleményével nem egyező esetek után kutasson, ahol megfelelő magabiztossággal tud arra a megállapításra jutni, hogy az árfolyam jócskán az érték alatt helyezkedik el. Képesnek kellene lennie arra, hogy ezt a munkát olyan szakértelemmel végezze el, amely az évek során kielégítő átlageredményekkel jutalmazza.

Kommentár a 18. fejezethez

Ami volt, ugyanaz., ami ezután is lesz, és a mi történt, ugyanaz, a mi ezután is történik; és semmi nincs dolog a nap alatt. Van valami, a miről mondják: nézd ezt, új ez; régen volt már száz esztendőkön át, melyek mi előttünk voltak

(Prédikátor könyve, i 9-10.)

Frissítsük fel Graham klasszikus írását a nyolc vállalatpár összehasonlításáról, és vegyük igénybe ehhez azt az összevető és szembeállító módszert, amelyet a szerző először a Columbia Business Schoolon és a New York Institute of Finance-en tartott előadásai során használt. Ne feledjük, hogy a most következő összefoglalók csupán a megadott időpontban mutatják be a részvényeket. Az olcsó részvények később túlárzottá, a drága papírok pedig olcsókká válhatnak. Szinte minden részvény életében van egy olyan pont, amikor alkalmi vételnek bizonyul; ugyanúgy lesz olyan is, amikor drágának minősül. Léteznek ugyan jó és rossz vállalatok, jó részvényről mégsem beszélhetünk; csak jó részvényárfolyamok vannak, amelyek jönnek és mennek.

Első pár: Cisco és Sysco

2000. március 27-én, amikor részvényeinek teljes piaci értéke elérte az 548 milliárd dollárt, a Cisco Systems, Inc. a világ legértékesebb vállalata lett. Az internetes adatforgalmat irányító eszközöket gyártó Cisco csupán 10 évvel korábban hajtotta végre első nyilvános részvénykibocsátását. Ha valaki ezen az első kibocsátáson Cisco-részvényeket vásárolt és megtartotta őket, elsőre gépelési hibának tűnően hatalmas nyereséget érhetett el: 103 697%, ami évi átlag 217 százalékos hozamnak felel meg. Az előző négy pénzügyi negyedévben a vállalat 14,9 milliárd dollár bevétel mellett 2,5 milliárd dollár nyereséget könyvelhetett el. A részvények a Cisco adózott eredményének 219-szeresén forogtak, ami a nagyvállalatok körében feljegyzett valaha volt legmagasabb árfolyam/nyereség hányadosok közé tartozik.

És ott volt a Sysco Corp., üzemi konyhák ételbeszállítója, amelynek papírjaival 30 éve kereskednek a tőzsdén. Az utolsó négy negyedévben a Sysco 17,7 milliárd dolláros -a Ciscóénál csaknem 20 százalékkal nagyobb - forgalmat bonyolított le, ám ezen „csupán” 457 millió dollár adózott eredményt ért el. 11,7 milliárdos piaci érték mellett a Sysco-részvények az egy papírra jutó nyereség 26-szorosán, jóval a 31-es P/E arányú piaci átlag alatt forogtak.

Kommentár a 18. fejezethez

Egy tipikus befektető esetében a szóasszociációs játék valahogy így nézhetett ki:

Kérdés: Mik az első dolgok, amelyek eszébe jutnak, ha azt mondom, hogy Cisco Systems?

Válasz: Az internet... A jövő iparága... Kiváló részvény... Felkapott papír ...Vehetnék néhányat, mielőtt még jobban felmegy az árfolyam?

Kérdés: És mi a helyzet a Sysco Corp.-nel?

Válasz: Szállítóokcsik... Finomfőzelék... Hamburger... Pásztorpite... Iskolai ebéd... *Kórházi menü*... Nem, köszönöm, már nem is vagyok éhes.

Elfogadott tény, hogy az emberek gyakran rendelnek lelki értéket a részvényekhez, mégpedig főként a vállalatok által bennük kiváltott érzelmi kép alapján.¹ Ám az intelligens befektető ennél mindig mélyebbre ás. Nézzük meg, mi derült volna ki a Cisco és a Sysco pénzügyi kimutatásainak áttanulmányozásából, ha gondolkodó módon közelítettünk volna hozzájuk:

- A Cisco bevételeinek és nyereségének növekedése nagyrészt felvásárlásokból származott. Csak szeptember óta a vállalat 10,2 milliárd dollárt költött 11 másik cég megvásárlására. Hogyan lehet ennyi vállalatot ilyen gyorsan összegyűjteni?² Hasonlóképpen a Cisco előző hathavi nyereségének mintegy harmada nem üzleti tevékenységéből, hanem a vezetői és az alkalmazottai által beváltott részvényopciókadóelőnyéből származott. És a Cisco 5,8 milliárd dollárhoz jutott „befektetések” értékesítéséből, ezt követően pedig további 6 milliárd értékben vásárolt befektetéseket. Most akkor informatikai vállalat volt, vagy befektetési alap? Mi lesz, ha ezeknek a „befektetéseknek” az árfolyama már nem emelkedik?
- Ugyanebben az időszakban a Sysco is több vállalatot felvásárolt - ám csupán 130 millió dollárt fizetett értük. A Sysco bennfenteseinek részvényopciói a forgalomban lévő részvények csupán 1,5 százalékára rúgtak, míg a Cisco esetében ugyanez az arány 6,9 százalékot tett ki. Ha beváltják részvényopcióikat, a Sysco részvényenkénti eredménye sokkal kevésbé fog hígulni, mint a Ciscoé. És a Sysco részvényenként 9 centről 10-re emelte negyedévi osztalékát, míg a Cisco egyáltalán nem fizetett osztalékot.

Végül, ahogy arra a Wharton pénzügyprofesszora, Jeremy Siegel rámutatott, egyetlen, a Ciscohoz hasonlóan nagyvállalat sem tudott még elég gyorsan növekedni ahhoz, hogy igazolni tudja egy 60 feletti árfolyam/nyereség hányados létjogosultságát - nemhogy egy 200 feletti P/E hányadosét.³ Amint egy vállalat óriássá válik, növekedésének le

1 Tegyük fel magunknak a kérdést, hogy vajon melyik vállalat részvénye emelkedhet többet: egy olyané, amely felfedezte egy ritka rák ellenszerét, vagy egy olyané, amely új módszert fedezett fel a kommunális hulladék kezelésére? A rák gyógyszere sokkal izgalmasabban hangzik a befektetők többségének, de a szemetelszállítás új módjával valószínűleg több pénzt lehet keresni. Lásd Paul Slovic, Melissa Finucane, Ellen Peters és Donald G. MacGregor, „The Affect Heuristic”, Thomas Gilovich, Dale Griffin és Dániel Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, New York, 2002), 397-420. oldal, valamint Donald G. MacGregor, „Imagery and Financial Judgment” *The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, no. 1, 2002, 15-22. oldal.

2 A főként más vállalatok megvásárlásán keresztül növekedő „sorozatfelvásárlókra” szinte mindig csúnya vég vár a Wall Streeten. Bővebben lásd a 17. fejezethez írt kommentárokat.

3 Jeremy Siegel, „Big-Cap Tech Stocks are a Sucker's Bet” *Wall Street Journal*, 2000. március 14. (www.jeremysiegel.com).

Kommentár a 18. fejezethez

kell lassulnia - különben a végén az egész világot felfalja. A kiváló amerikai satíráíró, Ambrose Bierce alkotta meg az „incompossible” szót olyan dolgok leírására, amelyek külön-külön lehetségesek, ám együttesen nem állhatnak fenn. Ennek szellemében egy vállalat lehet óriási, vagy rendelkezhet óriási P/E hányadossal, de a kettő együtt, egyszerre nem lehetséges.

A Cisco varázslata rövidesen véget ért. Először, már 2001-ben, felmerült az akvizíciók egy részénél egy 1,2 milliárdos „átszervezési” költség. Majd a következő két évben a vállalat 1,3 milliárd dolláros veszteséget könyvelt el az említett „befektetéseken”. A Cisco részvényei értékük háromnegyedét veszítették el 2000 és 2002 között. Mindeközben a Sysco továbbra is nyereséget produkált, részvényeinek árfolyama pedig 56 százalékkal erősödött ugyanebben az időszakban (lásd 18.1. ábra).

18.1. ábra: Cisco kontra Sysco

	2000	2001	2002
Cisco			
Teljes hozam (százalék)	-28,6	-52,7	-27,7
Adózott eredmény (millió dollár)	2668	-1014	1893
Sysco			
Teljes hozam (százalék)	53,5	-11,7	15,5
Adózott eredmény (millió dollár)	446	597	680

Megjegyzés: A teljes hozam naptári, az adózott eredmény pedig pénzügyi évre vonatkozik.

Forrás: www.morningstar.com

Második pár: Yahoo! és Yum!

A Yahoo!, Inc. részvényei 1999. november 30-án 212,75 dolláron zártak, ami 79,6 százalékos emelkedést jelentett az év eleje óta. December 7-én a részvények 348 dollárt értek - vagyis 63,6 százalékot erősödtek öt kereskedési nap alatt. A Yahoo! az év végéig is folytatta a száguldást, és 432,687 dolláron zárt december 31-én. A papír árfolyama egyetlen hónap alatt megduplázódott, a vállalat pedig nagyjából 58 milliárd dollárt gyűjtve elérte a 114 milliárdos teljes piaci értéket/

Az előző négy negyedévben a Yahoo! 433 millió dollár bevételt és 34,9 millió dollár adózott nyereséget kapott össze. Vagyis a Yahoo! részvényeinek árfolyama 263-szorosan haladta meg a vállalat bevételeit, és 3264-szer a nyereségét. (Ne feledjük, hogy a 25 feletti P/E hányados esetén Graham már összevonta a szemöldökét!)⁵

4 A Yahoo! részvényeit 2:1 arányban felaprózták 2000 februárjában; az ittközölt árfolyamokat nem korrigáltuk a részvényfelaprózásnak megfelelően, hogy azokat az árfolyamszinteket mutassuk, amelyeken a részvén nyel ténylegesen kereskedtek. Ám a Yahoo! százalékban kifejezett hozamát és piaci értékét már a felaprózás figyelembevételével közöljük.

5 A felvásárlásokat is beleszámítva 464 millió dollárt tettek ki a Yahoo! bevételei. Graham - egyebek mellett - a 7. és a 11. fejezetben ismerteti a magas P/E hányadosokkal kapcsolatos kritikáit.

Kommentár a 18. fejezethez

Miért lóttak ki rakétaként a Yahoo! részvényei? A piac november 30-ai zárása után a Standard & Poor's bejelentette, hogy december 7-től a Yahoo! is bekerül az S&P 500 indexbe. Ez azt jelentette, hogy a Yahoo! papírjait kötelező lesz tartaniuk az indexalapoknak és más nagybefektetőknek - és a hirtelen keresletnövekedés tovább emeli a részvény árfolyamát, átmenetileg legalábbis biztosan. Mivel a papírok mintegy 90 százaléka az alkalmazottak, a kockázati tőke-társaságok és egyéb korlátozott tulajdonosok birtokában volt, csupán a részvények töredékével lehetett kereskedni. Így több ezren csak azért vásárolták a részvényt, mert tudták, hogy másoknak vásárolniuk *kell* belőle - és az ár nem számított.

Eközben a Yum! a kutyának sem kellett. A PepsiCo korábbi divíziója, amely több ezer Kentucky Fried Chicken, Pizza Hut és Taco Bell gyorséttermet üzemeltetett, 8 milliárd dollár bevételt ért el a megelőző négy negyedévben, ami 633 millió dollár nyereséget hozott a vállalatnak - így az több mint tizenhétszer akkora volt, mint amekkora a Yahoo!. Ennek ellenére a Yum! részvényi értéke 1999 végén csak 5,9 milliárdot tett ki, ami a Yahoo! piaci kapitalizációja 1/19 részének felelt meg. Ezen az árfolyamon a Yum! részvényei a nyereség csupán kilencszeresén forogtak, a vállalat értéke pedig bevételeinek 73 százalékára rúgott.⁶

Ahogy Graham gyakran mondogatta, a piac rövid távon szavazógép, hosszú távon azonban precíz mérleg. A Yahoo! megnyerte a rövid távú népszerűségi versenyt. Ám végeredményben a nyereség az, ami számít - az pedig a Yahoo!-nak alig volt. Amint a piac abbahagyta a szavazást, és mérlegelni kezdett, a mérleg nyelve a Yum! felé fordult. Részvényeinek árfolyama 25,4 százalékot erősödött 2000 és 2002 között, míg a Yahoo! összesen 92,4 százalékot veszített értékéből.

18.2. ábra: Yahoo! kontra Yum!

	2000	2001	2002
Yahoo!			
Teljes hozam (%)	-86,1	-41,0	-7,8
Adózott eredmény (millió dollár)	71	-93	43
Yum!			
Teljes hozam (%)	-14,6	49,1	-1,5
Adózott eredmény (millió dollár)	413	492	583

Megjegyzés: A teljes hozam naptári, míg az adózott eredmény pénzügyi évre vonatkozik. A Yahoo! 2002-es adózott eredménye a vállalat által alkalmazott számviteli elvek megváltoztatásának hatását is tartalmazza.
Forrás: www.morningstar.com

⁶ A Yum! akkoriban Tricon Global Restaurants, Inc. név alatt működött, ennek ellenére tőzsdei szimbóluma a YUM volt. A vállalat hivatalosan 2002 májusában vette fel a Yum! nevet.

Harmadik pár: Commerce One és Capital One

2000 májusában a Commerce One, Inc. részvényeivel még alig 10 hónapja kereskedtek nyilvánosan. A vállalat (amely online „piactereket” fejleszt a vállalati beszerzési osztályoknak) első éves jelentésében csupán 385 millió dolláros eszközértéket mutatott ki, és 63 millió dolláros veszteséget jelentett a mindössze 34 millió dolláros bevételei után. Ennek a parányi cégnek a részvényei közel 900 százalékot izmosodtak az IPO óta, így teljes piaci kapitalizációja elérte a 15 milliárd dollárt. Túrarázottak voltak a papírok? „Igen, jelentős piaci kapitalizációval rendelkezünk - vonta meg a vállalat Mark Hoffman, a Commerce One első embere, amikor erről kérdezték. - Ám igazán hatalmas piacon tevékenykedünk. Hihetetlen mértékű keresletet tapasztalunk... Az elemzők arra számítanak, hogy 140 millió dolláros bevételt érünk el idén. És a múltban mindig túlteljesítettük a várakozásokat.”

Két dolog ugrik be Hoffman választát olvasva:

- Mivel a Commerce One már az előzőekben is 2 dollárt veszített bevételei minden egyes dollárja után, ha megnégyszerezi bevételeit (ahogy azt „az elemzők várják”), nem fog-e még több pénzt veszíteni?
- Hogyan teljesíthette túl a Commerce One a várakozásokat „a múltban”? *Milyen múltban?*

A kérdésre, hogy a vállalat vajon nyereségesé válik-e valamikor, Hoffman így válaszolt: „Nyilvánvaló, hogy ez az üzlet jövedelmezővé alakítható. Terveink szerint 2001 negyedik negyedévében fogunk nyereséget elérni, abban az évben, amikor az elemzők 250 millió dolláros bevételt várnak a cégtől.”

Már megint ezek az elemzők! „Azért tartom vonzónak a Commerce One részvényeit ezen a szinten, mert gyorsabban növekszik, mint az Ariba [egy közeli versenytárs, amelynek részvényeivel körülbelül a bevétel 400-szorosán kereskedtek] - jelentette ki Jeanette Sing, a Wasserstein Perella befektetési bank egyik elemzője. - Ha ez a növekedési ütem folytatódik, a Commerce One részvényei az árbevétel 60-70-szeresén fognak forogni 2001 -ben.” (Ezt úgy kell érteni, hogy ismerek olyan részvényt, amely a Commerce One-nál is jobban túl van árazva, ezért a Commerce One olcsónak tekinthető.)⁷

A másik véglet a Capital One Financial Corp. volt, a MasterCard és Visa hitelkártyák kibocsátója. 1999 júliusa és 2000 májusa között 21,5 százalékot gyengültek a részvényei - annak ellenére, hogy 1999-ben a Capital One 12 milliárd dollárnyi eszközzel rendelkezett, és 363 millió dollár nyereséget ért el, ami 32 százalékkal haladja meg az egy évvel korábbi értéket. A körülbelül 7,3 milliárd dolláros piaci érték azt jelentette, hogy a részvények a Capital One adózott eredményének hússzorosán forogtak. Nem biztos, hogy minden rendben volt a Capital One-nál - a társaság alig növelte a behajthatatlanná váló hiteleire képezett tartalékokat, holott a recesszió hatására növekedett a nem fizető adósok aránya -, ám a részvényárfolyamban legalább valamilyen mértékben tükröződött a potenciális probléma kockázata.

Mi történt ezt követően? 2001-ben a Commerce One 409 millió dollár bevételt produkált. Sajnos ezen 2,6 milliárd dollárnyi adózás utáni veszteséget ért el - vagyis igen

⁷ Lásd „CEO Speaks” és „The Bottom Line” *Money*, 2000. május, 42-44. oldal.

Kommentár a 18. fejezethez

vastagon fogott a piros ceruza, hiszen ez részvényenként 10,30 dollárt tesz ki. A Capital One ezzel szemben közel 2 milliárd dollár adózott eredményt produkált 2000 és 2002 között. Részvényei 38 százalékot gyengültek ebben a három évben - ami nem rosszabb, mint a részvényt piac egészének teljesítménye. A Commerce One viszont értéke 99,7 százalékát elveszítette.⁸

A befektetők ahelyett, hogy Hoffmanra és szolgálalkú elemzőire hallgattak volna, jobban tették volna, ha megfogadják a Commerce One 1999-es éves jelentésében leírt őszinte figyelmeztetést: „Vállalatunk még soha nem volt nyereséges. Arra számítunk, hogy a közeljövőben adózás utáni veszteségeket fogunk elérni, és előfordulhat, hogy működésünk soha nem lesz jövedelmező.”

Negyedik pár: Palm és 3Com

2000. március 2-án az adathálózati megoldásokkal foglalkozó 3Com Corp. nyilvánosan értékesítette leányvállalata, a Palm, Inc. 5 százalékát. A Palm részvényeinek többi részét, 95 százalékot a 3Com részvényesei között osztják majd szét az elkövetkező hónapok során; a befektetők minden egyes 3Com-részvényük után 1,525 Palm-papírt kapnak.

Kétféleképpen lehetett tehát 100 darab PALM-részvényhez jutni: vagy az IPO útján, vagy 66 darab 3Com-részvény megvásárlásával. Ez utóbbi esetén várni kellett, amíg az anyavállalat szétosztja a Palm-részvények maradékát. Ha minden 3Com-részvény után másfél Palm-részvényt kapunk, akkor 100 darab papírunk lesz az utóbbi vállalatból - és még a 66 darab 3Com-részvény is bennünket gazdagít.

De ugyan ki akart hónapokig várni? Míg a 3Com olyan gigászi versenytársak ellen küzdött, mint például a Cisco, a Palm az akkor divatba jött kézisámítógépek piacvezetője volt. Nem csoda, hogy a Palm-részvények árfolyama a 38 dolláros kibocsátási árról egészen 95,06 dollárig száguldott, ami 150 százalékos hozamot jelentett rögtön az első kereskedési napon. Ezen az árfolyamon a Palm előző 12 havi nyereségének több mint 1350-szeresén forgott.

Ugyanaznap a 3Com részvényeinek árfolyama 104,13 dollárról 81,81 dollárra esett. Ha figyelembe vesszük a Palm árfolyamát, hol kellett volna zárnia a 3Com-papíroknak? Egyszerű matematika:

- Minden 3Com-részvény után 1,525 darab Palm-részvényjárt a papírtulajdonosának.
- A Palm-részvények 95,06 dolláron zártak.
- $1,525 \times 95,06 = 144,97$ dollár

Ennyit ért egy darab 3Com-részvény - pusztán a vállalatnak a Palmban meglévő részesedése alapján. Vagyis a 81,81 dolláros árfolyammal a piac azt állította, hogy a 3Com összes többi üzlete együttesen mínusz 63,16 dollárt ér részvényenként, *vagyis összesen mínusz 22 milliárd dollárt!* A történelem során szinte példátlan, hogy egy részvényt ilyen bután árazzanak be.⁹

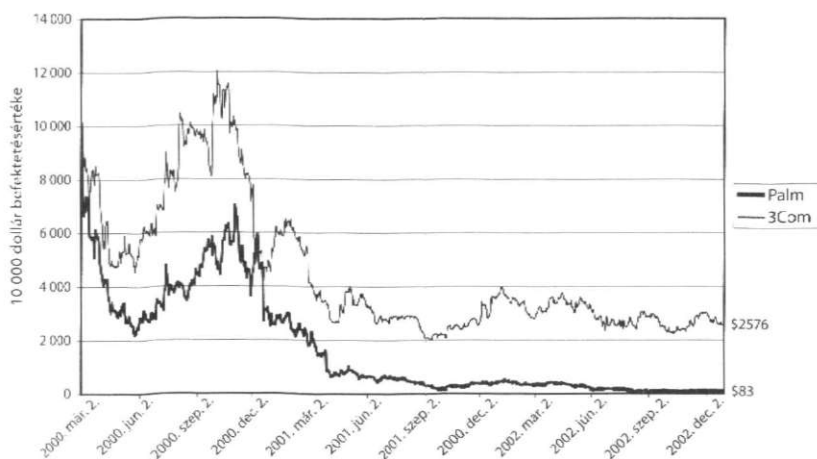
⁸ 2003 elején a Capital One pénzügyi vezetője felmondott, miután az értékpapír-felügyelet közölte, hogy a bennfentes kereskedésre vonatkozó jogszabályok megsértésével vádolják.

⁹ Erről a bizarr esetről bővebben olvashatunk Owen A. Lamont és Richárd H Thaler „Can the Market Add and Subtract?” című munkatanulmányában, National Bureau of Economic Research, no.8302, www.nber.org/papers/w8302.

Kommentár a 18. fejezethez

Ám volt egy bökkenő: ahogy a 3Com valójában nem mínusz 22 milliárdot ért, úgy a Palm sem ért 1350-szer annyit, mint a nyeresége. 2002 végére mindkét részvényt súlyosan érintette a high-tech recesszió, ám a Palm részvényesei voltak azok, akik igazán megégették magukat - mert minden józan eszközt elvesztették, amikor az első nyilvános kibocsátáson megvásárolták a papírokat.

18.3. ábra: Tenyérrel lefelé



Forrás: www.morningstar.com

Ötödik pár: CMGI és CGI

A 2000-es év árfolyamrobbanással indulta CMGI, Inc. számára, mivel részvényei január 3-án 163,22 dolláros csúcst értek el - ami 1126 százalékos árfolyamnyereség az egy évvel korábbi szinthez képest. Az „internetes vállalkozások inkubátoraként” működő cég különféle online üzletekkel foglalkozó, induló vállalkozásokat finanszírozott és vásárolt fel - köztük olyan korai sztárpapírokat, mint a theglobe.com és a Lycos.”

Az 1998-as pénzügyi évben, amikor részvényei 98 centről 8,52 dollárra nőttek, a CMGI 53,8 millió dollárt költött arra, hogy internetes vállalkozásokat vásároljon fel, vagy ezekben tulajdonrészt szerezzen. Az 1999-es pénzügyi évben, amikor részvényei a 8,52 dollárról kilőve 46,09 dollárig erősödtek, a CMGI 1104,7 millió dollárt fizetett ki. Az utolsó 5 hónapban, amikor a részvények 138,44 dollárig rogtak, a CMGI 4,1 milliárd dollárt költött akvizíciókra. Gyakorlatilag az összes kifizetett „pénz” a CMGI saját maga által nyomtatott „bankjegye” volt: tőzsrészvényei, amelyek összértéke ekkor több mint 40 milliárdot tettek ki.

10 A CMGI College Marketing Group néven kezdte pályafutását. A vállalat főiskolai és egyetemi oktatókról és képzésekről értékesített információkat a tudományos kiadóknak - halvány, mégis zavaró hasonlóság a Graham által a 190. oldalon bemutatott National Student Marketing tevékenységével.

Kommentár a 18. fejezethez

Egyfajta varázslatos pénzügyi körhinta volt ez. Minél magasabbra emelkedett a CMGI-részvények árfolyama, annál több pénze lett a vállalatnak vásárolni. Minél többet vásárolhatott a CMGI, annál magasabbra nőtt a részvény ára. Először a részvények megdrágultak a pletykára, hogy a CMGI talán megvásárolja őket; majd, amint a vállalat valóban megvásárolta a részvényeket, saját papírjainak árfolyama is felment, mert a birtokukba kerültek a felvásárolt vállalat megdrágult részvényei. Azzal senki nem törődött, hogy a CMGI a legutolsó pénzügyi évében 127 millió dollárt veszített a működésén.

Lenn a Massachusetts állambeli Websterben, a CMGI andoveri központjától csupán 100 kilométerrel délnyugatra található a Commerce Group, Inc. központi irodája. A CGI a CMGI teljes ellentéte volt: a cég gépjármű-biztosításokat kínált főként Massachusetts állambeli autósoknak, így nem csoda, hogy papírjai a kutyát sem érdekelték. A részvények 23 százalékot veszítettek 1999-ben, noha a 89 millió dollárra rúgó adózott eredmény csupán 7 százalékkal maradt el az 1999-es szinttől. Ennek ellenére a CGI több mint 4 százalékot osztalékot fizetett (a CMGI részvényesei egy cent osztalékra sem voltak jogosultak). A 870 milliódolláros teljes piaci érték azt jelentette, hogy a CGI-részvények az 1999-es várható eredmény kevesebb mint tízszeresén forogtak.

Majd hirtelen minden a feje tetejére állt. A CMGI mágikus körhintája csikorogva megállt: dotkom részvényei először nem emelkedtek tovább, majd elindultak meredeken lefelé. Mivel a részvényeket már nem lehetett nyereséggel eladni, a CMGI kénytelen volt azok értékvesztését eredményei rovására elkönyvelni. A vállalat 1,4 milliárd dollár veszteséget jegyzett 2000-ben, 5,5 milliárdot 2001-ben és további közel 500 milliót 2002-ben. Részvényei a 2000. eleji 163,22 dollárról 98 centig zuhantak 2002 végére - ami 99,4 százalékos csökkenést jelent. A jó öreg, unalmas CGI azonban stabil nyereséget kapart össze, és részvényei 8,5 százalékkal gyarapodtak 2000-ben, 43,6 százalékkal 2001-ben, valamint 2,7 százalékkal 2002-ben - így módon a teljes árfolyam-emelkedés 60 százalék volt ebben az időszakban.

Hatodik pár: Ball és Stryker

2002. július 9. és július 22. között a Ball Corp. részvényeinek árfolyama 43,69 dollárról 33,48 dollárra esett vissza - a 24 százalékos veszteség után a vállalat részvénypiaci értéke 1,9 milliárd dollárra zsugorodott. Ugyanebben a két hétben a Stryker Corp. papírjai 49,55 dollárról 45,60 dollárig csökkentek, és a 8 százalékos gyengülés után a Stryker összesen 9 milliárd dollárt ért.

Mitől csökkent két vállalat értéke ilyen rövid idő alatt ilyen nagy mértékben? Az ortopédiai implantátumokat és orvosi műszereket gyártó Stryker mindössze egyetlen sajtóközleményt adott ki ebben a két hétben. Július 16-án a cég bejelentette, hogy a második negyedévben 15 százalékkal, 734 millió dollárra növekedtek a bevételei, nyeresége pedig 31 százalékkal ugrott meg, elérve a 86 millió dollárt. A részvény 7 százalékot emelkedett a következő nap, majd rögtön azután lejtmenetbe kapcsolott.

A Ball, a gyümölcsök és zöldségek befőzéséhez használt híres Ball befőttes üvegek eredeti gyártója napjainkban ipari felhasználók számára készít fém és műanyag csomagolóanyagokat. A Ball semmilyen sajtóközleményt nem tett közzé ebben a két hétben.

Kommentár a 18. fejezethez

Július 25-én azonban a vállalat azt jelentette, hogy a második negyedévben 50 millió dollár nyereséget ért el az 1 milliárd dolláros forgalmán - így az előző év azonos időszakához képest 61 százalékkal nőtt az adózott eredménye. Előző négy negyedéves eredménye ezzel 152 millió dollárra rúgott, vagyis a papír árfolyama csupán az egy részvényre jutó nyeresége 12,5-szeresén forgott. És mivel a könyv szerinti érték 1,1 milliárd dollárt tett ki, a részvényeket a vállalat anyagi eszközeinek 1,7-szeres értékén lehetett megvásárolni. (A Ball azonban valamivel több mint 900 millió dollár adóssággal rendelkezett.)

A Stryker teljesen más kategóriába tartozott. Az előző négy negyedévben a cég 301 millió dollár adózott eredményt ért el. Könyv szerinti értéke 570 millió volt. Ily módon a részvények a vállalat előző 12 havi nyeresége mintegy 30-szorosán, könyv szerinti értékének pedig közel 16-szorosán forogtak. A Stryker nyeresége 1992 és 2001 vége között ugyanakkor évi 18,6 százalékkal, osztaléka pedig közel 21 százalékkal nőtt. És 2001-ben a Stryker 142 millió dollárt fordított a jövőbeli növekedést megalapozó kutatásra és fejlesztésre.

Akkor hát mi verte le ezeknek a részvényeknek az árfolyamát? 2002. július 9. és 23. között, ahogy a WorldCom csődbe ment, a Dow Jones Industrial Average 9096,09 pontról 7702,34 pontra esett, ami 15,3 százalékos zuhanásnak felel meg. A Ball-lal és a Strykerrel kapcsolatban napvilágot látott jó hírek elvesztek az eső piacról szóló negatív szalagcímek között, és végül a piac esése e két részvényt is magával rántotta.

Annak ellenére, hogy a Ballt végül sokkal olcsóbbra árazta be a piac, mint a Strykert, a tanulság ebben nem az, hogy a Ball a nyerő, a Stryker pedig rossz választás. Ehelyett az intelligens befektetőnek azt kell felismernie, hogy a piaci pánikok kiváló árakat eredményezhetnek jó vállalatoknál (mint amilyen a Ball), és jó árakat kiváló vállalatoknál (mint amilyen a Stryker). A Ball 51,19 dolláros részvényárfolyammal fejezte be a 2002-es évet, ami 53 százalékos emelkedés a júliusi mélyponthoz képest; a Stryker pedig 67,12 dolláron, 47 százalékkal feljebb zárt. Nagy ritkán az értékalapú és a növekedési részvények ugyanúgy jó áron kaphatók. Az, hogy melyiket választjuk, főként saját személyiségünktől függ, ám mindkét oldalon találhatunk alkalmi vételeket.

Hetedik pár: Nortei és Nortek

A száoptikai berendezésekkel foglalkozó Nortei Networks 1999-es éves jelentésében azzal hangozott, hogy az év a „pénzügyi aranykort” hozta el számára. A 2000 februárjában fennálló 150 milliárd dolláros piaci érték azt jelentette, hogy a Nortei részvényei a Wall Street-i elemzők által a vállalattól a 2000-es évre várt nyereség 87-szeresén forogtak.

Mennyire volt hihető ez a becslés? A Nortei vevőkövetelései - vagyis azok az eladások, amelyeket a vevők még nem fizettek ki -1 milliárd dollárral nőttek egy év alatt. A vállalat azt állította, hogy az emelkedés „az 1999 negyedik negyedévében megnövekedett értékesítésnek volt köszönhető”. Ám a vállalat készletei is 1,2 milliárddal gyarapodtak - ami azt jelentette, hogy a Nortei még annál is gyorsabban állította elő a berendezéseket, mint ahogy azokat a „magnövekedett értékesítés” szét tudta teríteni.

Eközben a Nortei „hosszú lejáratú követelései” - vagyis a többéves szerződések szerint kiállított, de még ki nem fizetett számlák - 519 millió dollárról 1,4 milliárdra ugrottak.

Kommentár a 18. fejezethez

Ráadásul a Nortelnek azzal is gondjai voltak, hogyan tarthatja a költségeit kontroll alatt; míg értékesítési, általános és adminisztratív kiadásai (vagyis rezsiköltségei) 1997-ben a bevételek 17,6 százalékára, addig 1999-ben már a 18,7 százalékára rúgtak. Mindezek eredményeképpen a Nortel 351 millió dollár veszteséget volt kénytelen elkönyvelni 1999-ben.

A mérleg másik oldalán a Nortek, Inc. található. Ez a vállalat olyan termékeket állít elő, amelyekre a reflektorfénynek legfeljebb az árnyéka vetődik: műanyag burkolatok, dallamcsengők bejárati ajtókhöz, szellőzőventilátorok, szagelszívók és hulladékzúzó. A Nortek az 1997-es 1,1 milliárd dolláros forgalommal és 21 millió dolláros adózott eredménnyel szemben 1999-ben 2 milliárd dolláros nettó forgalmat produkálva 49 millió dollár nyereséget ért el. A Nortek nyereségrátája (az adózott eredmény és a nettó forgalom aránya) 1,9 százalékról 2,5 százalékra, azaz közel harmadával nőtt. És a Norteknek sikerült a rezsiköltségeit a bevétel 19,3 százalékáról 18,1 százalékra csökkenteni.

A valósághoz hozzátartozik az is, hogy a Nortek növekedésének nagy része más vállalatok megvásárlásából származott, nem pedig belső növekedésből. Ráadásul a vállalat 1 milliárd dolláros adóssággal rendelkezett, ami hatalmas teher egy ilyen kis cégnek. Ám 2000 februárjában a Nortek részvényárfolyama - amely az 1999-es nyereség mintegy ötszörösét tette ki - jelentős mértékű pesszimizmust tükrözött.

A Nortel árfolyama azonban, mivel 87-szer meghaladta a soron következő évre tippelt nyereséget, túlzott optimizmusról árulkodott. Végül a vállalat az elemzők által jósolt 1,30 dolláros részvényenkénti nyereség helyett 1,17 dollár veszteséget ért el 2000-ben. 2002 végéig igen vastagon fogott a Nortelnél a piros tinta, hiszen a vállalat több mint 36 milliárd dollár veszteséget szenvedett el.

A Nortek viszont 41,6 millió dollárt keresett 2000-ben, 8 milliót 2001-ben, és 55 milliót 2002 első kilenc hónapja alatt. Részvényei 28 dollárról 45,75 dollárra emelkedtek 2002 végéig - ami 63 százalékos erősödésnek felel meg. 2003 januárjában a Nortek vezetői zártkörűvé alakították a vállalatot, a közkezen lévő összes részvényt 46 dolláros árfolyamon megvásárolták. A Nortel részvényei eközben a 2000. februári 56,81 dollárról 2002 év végére 1,61 dollárra zuhantak - vagyis a vállalat értékének 97 százalékát veszítette el.

Nyolcadik pár: Red Hat és Brown Shoe

A Red Hat, Inc., a Linux-szoftverfejlesztője 1999. augusztus 11-én értékesítette első alkalommal a részvényeit a nyilvánosságnak. A Red Hat tűzforró volt; a kibocsátás során 7 dollárért értékesített részvények 23 dolláron kezdték a kereskedést, és 26,031 dolláron fejezték be első napjukat - ami 282 százalékos árfolyam-erősödést jelent." A Red Hat részvényei egyetlen nap alatt többet emelkedtek, mint a Brown Shoe papírjai az előző 18 évben. December 9-én a Red Hat-részvények 143,13 dolláros csúcst értek el - azaz 1944 százalékot emelkedtek négy hónap alatt.

A Brown Shoe-nak eközben béklyót kötöttek a lábaira. Az 1878-ban alapított vállalat a Buster Brown cipők nagykereskedelmével foglalkozik, és közel 1300 cipőboltot üzemeltet az Egyesült Államok és Kanada területén. Az augusztus 11-én 17,50 dollárt

11 A Red Hat-részvények árfolyamát a 2000. januári 2:1 arányú részvényfelaprózásnak megfelelően kiigazítottuk.

Kommentár a 18. fejezethez

érő Brown Shoe-részvények 14,31 dollárig estek vissza december 9-re. A teljes 1999-es évben a papírok 17,6 százalékot veszítettek értékükből.¹²

A jól hangzó néven és egy felkapott részvényen kívül mit kaptak a Red Hat befektetői? A november 30-án véget ért kilenc hónapban a vállalat 13 millió dolláros bevételt ért el, amelyen 9 millió dollár adózás utáni veszteséget volt kénytelen elkönyvelni.¹³ A Red Hat vállalkozása alig volt nagyobb, mint a sarki fűszeresé-és sokkal kevésbé volt jövedelmező. Ám a „szoftver” és „internet” szavaktól megfertőzött kereskedők december 9-re 21,3 milliárd dollárra tornázták fel a Red Hat-részvények összértékét.

És a Brown Shoe? Az előző három negyedévben a vállalat 1,2 milliárd dollár nettó bevételt és 32 millió dollár nyereséget ért el. A vállalatnak részvényenként közel 5 dollárnyi készpénze és ingatlana volt; a gyerekek még mindig vették a Buster Brown cipőket. Ennek ellenére azon a december 9-én a Brown Shoe-részvények teljes piaci értéke 261 millió dollárt tett ki - ami alig nyolcvanad része a Red Hat értékének, hiába volt a Brown Shoe-nak százszor annyi bevétele. Ennél az árfolyamnál a Brown Shoe céget éves nyeresége 7,6-szeresére és bevételének kevesebb mint negyedére értékelte a piac. A Red Hat papírjai viszont, noha a cégnek egyáltalán nem volt nyeresége, éves bevételének több mint ezerszeresén forogtak.

A Red Hat eredményeit továbbra is csak piros tollal lehetett feljegyezni. Nem telt el sok idő, és a részvényei is lefelé vették az irányt. A Brown Shoe azonban továbbra is nyereséget járt ki magának - és részvényeseinek:

18.4. ábra: Red Hat kontra Brown Shoe

	2000	2001	2002
Red Hat			
Teljes hozam (%)	-94,1	13,6	-16,8
Adózott eredmény (millió dollár)	-43	-87	-140
Brown Shoe			
Teljes hozam (%)	-4,6	28,2	49,5
Adózott eredmény (millió dollár)	36	36	-4

Megjegyzés: A teljes hozam naptári, az adózott eredmény pedig pénzügyi évre vonatkozik.

Forrás: www.morningstar.com

Mi a tanulság? A piac rövid távon csúfot úzhat Graham elveiből, hosszú távon azonban végül mégis megerősíti őket. Ha pusztán azért vásárolunk meg egy részvényt, mert *árfolyama* felfelé tart - ahelyett, hogy megkérdeznénk, vajon a papír mögött álló vállalat értéke növekszik-e előbb vagy utóbb nagyon szomorúak leszünk. És ez nem valószínű. Ez biztos.

12 Érdekességként elmondhatjuk, hogy 65 évvel korábban Graham a Brown Shoe-t a New York-i Értéktőzsde egyik legstabilabb vállalataként emelte ki. Lásd a *Security Analysis* 1934-es kiadásának 159. oldalán.

13 Azért kilenc hónapos időszakkal számolunk, mert a Red Hat pénzügyi kimutatásaiban szereplő tizenkét havi eredményei az akvizíciók eredményeit is tartalmazzák.

19. FEJEZET

A részvényesek és a vállalatvezetés: osztalékpolitika

Írásainkban 1934 óta folyamatosan amellel érvelünk, hogy a részvényesek intelligensebb és energikusabb módon viszonyuljanak a vállalatok vezetőségéhez. Arra bátorítjuk a részvényeseket, hogy nagyvonalúan álljanak azokhoz, akik szemmel láthatóan jó munkát végeznek. Azt is kértük tőlük, hogy követeljének maguknak egyértelmű és kielégítő magyarázatokat, ha a vállalati eredmények rosszabbaknak tűnnek, mint amilyenek lenniük kellene, illetve támogassák a nyilvánvalóan eredménytelen vállalatvezetés jobbá tételét vagy eltávolítását célzó kezdeményezéseket. A részvényeseknek akkor indokolt a vezetők kompetenciáját vitató kérdéseket feltenni, ha az eredmények (1) önmagukban elégtelenek, (2) gyengébbek, mint a hasonló helyzetűnek tűnő vállalatok által elérték, és (3) hosszú ideje fennálló, nem kielégítő piaci árfolyamot eredményeznek.

Az elmúlt 36 évben a részvényesek nagy tömege ebből gyakorlatilag semmit nem valósított meg intelligens kezdeményezés útján. A józan eszű keresztes lo-vag - ha van egyáltalán ilyen - ebből azt a következtetést vonhatja le, hogy idejét vesztegeti, és jobban teszi, ha feladja a harcot. Pedig az egyáltalán nem vesztette el létjogosultságát, sőt egy külső körülmény - a felvásárlások vagy felvásárlási ajánlatok megszorodása - okán még a korábbinál is indokoltabbá vált.* A 8. fejezetben már elmondtuk, hogy a gyenge vállalatvezetés alacsony piaci árfolyamot eredményez. Az alacsony árfolyam viszont felkelti más, működésüket diverzifikálni kívánó vállalatok érdeklődését - ilyenekkel pedig mostanság tele van a padlás. Számtalan ilyen akvizíciót hajtottak végre a meglévő vezetőkkel megállapodva,

* Ironikus módon a felvásárlások röviddel az után, hogy Graham könyvének utolsó átdolgozott kiadása megjelent, ritkulni kezdtek, és a 70-es és 80-as évek a modern amerikai ipari hatékonyság abszolút mélypontját jelentették. Az autók szármalasan gyenge minőségűek voltak, a tévé- és rádiókészülékek állandóan tönkrementek, és számos nyilvánosan jegyzett vállalat vezetői mind a külsős részvényeseik jelenbeli érdekeit, mind saját vállalkozásuk jövőbeli kilátásait teljes mértékben figyelmen kívül hagyták. Mindez 1984 ben kezdett megváltozni, amikor T. Boone Pickens, egy független olajvállalkozó ellenséges felvásárlási ajánlatot tett a Gulf Oilra. Rövidesen „vállalati fosztogatók” egész serege söpört végig az amerikai vállalati színtéren, és a hatékonyság új rendszerére kényszerítették a rég begyöpösödött, ám kellően megrémült vállalatokat. (A sereget a Drexel Burnam Lambert közreműködésével lebonyolított bővítkötvény-kibocsátások finanszírozták.) Míg a kivásárlásokban és akvizíciókban érintett társaságok közül jó néhány megsemmisült, a többi amerikai vállalat soványabb és fukarabb lett. (Az előbbi jó dolog, az utóbbi nem feltétlenül.)

vagy a szükséges részvényeket a piacról összegyűjtve, illetve a vezetőket megkerülve téve ajánlatot. Az ajánlati ár jellemzően azon a tartományon belül volt, amennyit a vállalat akkor érne, ha a menedzsmentje kellően hozzáértő lenne. Ezért a közömbös és tunya részvényeseket sok esetben „külsősök” akciója ébresztette fel - esetenként a saját érdekükben eljáró, vállalkozó szellemű magánszemélyek vagy csoportok.

Szabályként megállapítható, hogy - néhány nagyon ritka kivételtől eltekintve - a gyenge vállalatvezetést nem a „közrészvényesek” akciója változtatja meg, hanem egy egységes vagy összetartó csoport által megszerzett meghatározó befolyás. Minthogy napjainkban ez elég gyakran megtörténik, a tipikus nyilvánosan jegyzett vállalat vezetése - ideértve az igazgatótanácsát is - tisztában van azzal, hogy ha működési eredményei és ezáltal a piaci árfolyam elmarad a kívánatostól, a vállalat sikeres felvásárlási ügylet célpontjává válhat. Ennek következményeként az igazgatótanácsok a korábbiaknál aktívabban foglalkoznak azon alapvető kötelezettségükkel, hogy meggyőződjenek a vállalat felső vezetésének kielégítő minőségéről. Az elmúlt években a korábbiaknál sokkal gyakrabban láthattuk azt, hogy a vállalatok lecserélték legelső emberüket.

A nem kielégítő kategóriába tartozó cégek nem mindegyike élvezi e fejlemények pozitív hatásait. A változás gyakran csalódást keltő eredmények hosszú, jobbító szándék nélküli időszaka után következik be, és az szükséges hozzá, hogy kellően sok kiábrándult részvényes alacsony áron szabaduljon meg papírjaitól, lehetővé téve a lendületes külsősöknek, hogy befolyásoló részesedést szerezzenek a vállalatban. Ám az idea, hogy a közrészvényesek segíthetnének magukon, ha támogatnák a vállalatvezetés és az irányítási politikák jobbá tételét célzó kezdeményezéseket, túlzott ábrándnak bizonyult ahhoz, hogy további bekezdéseket szenteljünk neki a könyvünkben. Azoknak az egyéni részvényeseknek, akik elég dörzsöltek ahhoz, hogy megjelenjenek a vállalati közgyűléseken - amelyek rendszerint teljesen értelmetlen előadássá silányodtak - nincs szükségük a tanácsainkra, hogy milyen kérdéseket tegyenek fel a vezetőknek. Másoknak pedig valószínűleg teljesen felesleges tanácsokat adnunk. Mindazonáltal engedje meg a kedves olvasó, hogy azzal a kéréssel zárjuk ezt a részt, hogy minden részvényes fogadja nyitottan és kellő érdeklődéssel az olyan tulajdonosok által küldött közgyűlési tájékoztató anyagokat, akik javítani szeretnének azon a helyzeten, amelyet a társaság nyilvánvalóan nem megfelelő vállalatvezetése idézett elő.

A részvényesek és az osztalékpolitika

Az osztalékpolitika a múltban viszonylag gyakran képezte a kisebbségi, azaz közrészvényesek és a vállalatvezetés közötti vita tárgyát. Ezek a részvényesek általában nagyvonalúbb osztalékpolitikát, vagyis magasabb osztalékokat szerettek volna, míg a vállalatvezetés „a vállalatot erősítendő” a nyereség visszatartását preferálta. Arra kérték a részvényeseket, hogy a vállalat és saját hosszú távú előnyük javára áldozzák fel jelenbeli érdekeiket. Ám az elmúlt években a befektetőknek

az osztalékkal kapcsolatos attitűdje fokozatos, mégis jelentős változáson ment át. Jelenleg a nagyvonalú helyett a kismértékű osztalékfizetés mellett alapvetően nem azt az érvet hozzák fel, hogy a vállalatnak „szüksége van” a pénzre, hanem azt, hogy ha a menedzsment a visszatartott nyereséget jövedelmező bővítésre fordítja, az közvetlen és azonnali hasznot jelent a részvényesek számára. Evekkel ezelőtt jellemzően a gyenge vállalatok kényszerültek nyereségük visszatartására, ahelyett hogy a szokásos 60-75 százalékot osztalékként kifizették volna. Ez szinte minden esetben negatív hatással volt a részvények piaci árfolyamára. Napjaikban nagy valószínűséggel erős és növekvő vállalat az, amely szándékosan, a befektetők és a spekulánsok egyöntetű jóváhagyásával alacsonyán tartja osztalékfizetését.*

Mindig is erős elméleti érv szólt a nyereség újrabefektetése mellett azon vállalkozások esetében, ahol a nyereség visszatartásával várhatóan jelentős mértékben növelhető a jövőbeli nyereség. Ugyanakkor számos komoly ellenérv is felhozható ez ellen, például: a nyereség a részvényeseket „illeti meg”, és a körültekintő vállalatvezetés jelentette korlátokon belül jogosultak is arra, hogy azt megkapják; sok részvényesnek a megélhetéséhez van szüksége az osztalékjövedelemre; az osztalékként kapott nyereség „valódi pénz”, míg a vállalat által visszatartott nyereségből vagy lesz a későbbiekben a részvényesek számára kézzelfogható érték, vagy nem. Ezek az ellenérvék igazából annyira meggyőzőek, hogy a részvénypiac tartós elfogultságot mutatott a nagyvonalú osztalékfizetők iránt, azon vállalatok kárára, amelyek egyáltalán nem vagy csak viszonylag alacsony mértékben fizettek osztalékot.¹

Az elmúlt 20 évben azonban teret nyert a „jövedelmező újrabefektetés” elmélete. Minél jobb múltbeli növekedési ütemet tud felmutatni egy vállalat, annál inkább készek a befektetők és a spekulánsok elfogadni az alacsony kifizetési osztalékpolitikát. Ez olyannyira igaz, hogy a kedvenc növekedési papírok esetében az osztalék mértéke - vagy az osztalék teljes hiánya - látszólag semmilyen hatással nincs a piaci árfolyamra."

Látványos példáját mutatja ennek a Texas Instruments, Inc. történelme. A törzsrészvény árfolyama az 1953-as 5 dollárról 256 dollárig emelkedett 1960-ban, miközben a részvényenkénti nyereség 43 centről 3,91 dollárra nőtt, és a vállalat egyáltalán nem fizetett osztalékot. (1962-ben pénzbeli osztalékot jelentett be a vállalat, ám addigra a nyereség részvényenként 2,14 dollárra csökkent, az árfolyam pedig látványosan, 49 dollárra esett vissza.)

* A Graham által bemutatott ironikus jelenség a 90-es években még hangsúlyosabbá vált, amikor szinte úgy tűnt, hogy minél erősebb egy vállalat, annál kevésbé valószínű, hogy osztalékot fog fizetni - vagy hogy a részvényesei egyáltalán elvárják az osztalékot. A „kifizetési arány” (vagyis a vállalat által kifizetett osztalék és az adózott eredmény hányadosa) a Graham korabeli „60-75 százalékról” a 90-es évek végére 35-40 százalékra csökkent.

** A 90-es évek végén a technológiai vállalatok különösen hangos szószólóivá váltak annak a nézetnek, miszerint teljes nyereségüket „vissza kell forgatni a vállalkozásba”, amellyel magasabb hozamot képesek elérni, mint a nekik kifizetett osztalékot újra befektető külső részvényesek. A befektetők hihetetlen módon soha nem kérdőjelezték meg ennek a lekezelő „Apa úgymint jobban tudja” elvnek az igazságát - sőt, azt sem ismerték fel, hogy a vállalat pénze a részvényeseké, nem pedig a vállalatvezetésé. Lásd a *fejezethez írt kommentárokat*.

Egy másik szélsőséges példát a Superior Oil szolgáltat. A vállalat 1948-ban részvényenként 35,26 dolláros eredményt jelentett, 3 dollár osztalékot fizetett, a részvény pedig 235 dolláron forgott. 1953-ban az osztalék 1 dollárra csökkent, ám az árfolyam 660 dollárra ugrott. 1957-ben a vállalat *egyáltalán nem fizetett osztalékot*, viszont a papírokat 2000 dolláron jegyezték! Ez a rendkívüli papír 1962-ben, amikor a vállalat részvényenként 49,50 dollár nyereséget ért el, és 7,50 dollár osztalékot fizetett ki, 795 dollárig gyengült.*

A növekedési vállalatok osztalékpolitikájáról kialakult befektetői vélemény egyáltalán nem nevezhető kikristályosodottnak. Az egymással szemben álló nézeteket jól szemlélteti a legnagyobb amerikai vállalatok közé tartozó két társaság, az American Telephone & Telegraph és az International Business Machines (IBM) esete. Az American Tel. & Tel.-t kiváló növekedési lehetőséggel rendelkező vállalatnak tartották, amit az a tény is alátámaszt, hogy részvényei 1961-ben az adott évi nyereség 25-szörösén forogtak. Ennek ellenére a vállalat készpénzosztalék-fizetési politikája elsődleges fontosságú befektetési és spekulatív tényező maradt, és a papír árfolyama hevesen reagált már az osztalék mértékének növelésével kapcsolatos *piaci pletykákra* is. Ugyanakkor a piac látszólag viszonylag kevés figyelmet fordított az IBM *készpénzosztalékára*, amely az 1960-as legmagasabb árfolyam idejében csupán 0,5 százalékos, az 1970-es záró áron pedig 1,5 százalékos hozamot eredményezett. (Ám a részvényfelaprózások mindkét esetben potenciális részvénypiaci hatást fejtettek ki.)

Úgy tűnik, a piac készpénzosztalék-fizetési politikával kapcsolatos értékelése a következő irányba tart: amikor a hangsúlyt elsődlegesen nem a növekedésre helyezik, és a részvényt „jövedelemtermelő papírnak” minősítik, akkor az osztalék mértéke - a piaci árfolyamot meghatározó első számú tényezőként - megőrzi régóta megfigyelhető fontosságát. A skála másik végén az egyértelműen a gyorsan növekedő kategóriába tartozó részvények állnak; ezeket elsősorban a következő évtizedre várt növekedési ütem alapján értékeli a piac, a készpénzosztalék mértéke többé-kevésbé lényegtelen.

A fenti megállapítások ugyan pontosan leírhatják a jelenlegi tendenciákat, semmiképpen sem tekinthetők azonban az összes részvényre vagy akár csak azok többségére érvényes egyértelmű iránymutatásnak. Egyrészt számos vállalat a növekedési és a nem növekedési vállalkozások közötti tartományban helyezkedik el. Nehéz az ilyen esetekben megítélni, hogy mekkora fontosságot kell tulajdonítani a növekedési tényezőnek, és a piac ez irányú megítélése is évről évre változhat. Másrészt valami látszólagos ellentét rejlik abban, hogy az alacsonyabb növekedési mutatójú vállalatoktól a készpénzosztalék nagyvonalúbb megközelítését várjuk el. Hiszen ezek általában a kevésbé virágzó cégek, és a múltban azt figyelhettük meg, hogy minél jobban prosperált a vállalat, annál inkább elvárták tőle a nagyvonalú osztalékpolitikát és a növekvő osztalékot.

* A Superior Oil részvények 1959-ben érték el 2165 dolláros árfolyamcsúcsukat, amikor a papír 4 dollár osztalékot fizetett. Hosszú éveken keresztül a Superior volt a legdrágább a New York-i Értéktőzsdén jegyzett részvények között. A houstoni Keck család által irányított vállalatot 1984-ben vásárolta fel a Mobil Corp.

Véleményünk szerint a részvényeseknek vagy a nyereség normál mértékű - nagyságrendileg, mondjuk, kétharmad arányú - kifizetését kell megkövetelniük a vállalatvezetéstől, vagy egyértelmű tanúbizonyosságát kell kapniuk annak, hogy az újrabefektetett nyereség kielégítő mértékben növeli a részvényenkénti eredményt. Ilyen tanúbizonyosságot rendszerint az elismert növekedési vállalatok képesek adni.

Ám sok más esetben egyértelműen az alacsony kifizetési arány okolható a vállalat valós értékétől elmaradó piaci átlagárért, amikor a részvényeseknek minden alapjuk megvan arra, hogy rákérdessenek az osztalékpolitikára, és kifogásolják azt.

Sok vállalat azért kényszerül szűkmarkú osztalékpolitikára, mert pénzügyi helyzete viszonylag gyenge, és a teljes - vagy szinte a teljes - nyereségére (plusz az értékcsökkenési költségekre is) szüksége van hitelei fizetéséhez és forgótőkéje megerősítéséhez. Ilyen esetben a részvényes nem sokat tud hozzátenni ehhez - legfeljebb azért kritizálhatja a vállalatvezetést, hogy az engedte a vállalatot ilyen rossz pénzügyi helyzetbe kerülni. Esetenként azonban a viszonylag kevésbé prosperáló vállalatok azzal a kinyilvánított céllal tartják alacsonyan osztalékfizetésük mértékét, hogy bővítsék tevékenységüket. Úgy véljük, az ilyen osztalékpolitika alapján véve logikátlan, és alapos magyarázatra, illetve meggyőző érvelésre szorul, mielőtt a részvényeseknek el kellene fogadniuk azt. A múltbeli eredmények alapján a tulajdonosoknak semmilyen előzetes okuk nincs azt feltételezni, hogy profitálni fognak abból az expanzióból, amelyet a közepes eredményeket felmutató, változatlan összetételű vállalatvezetés hajt végre a részvényesek pénzéből.

Részvényosztalék és részvényfelaprózás

Lényeges, hogy a befektetők tisztában legyenek a részvényosztalék és a részvényfelaprózás közötti alapvető különbséggel. Az utóbbi a részvénystruktúra átalakítását foglalja magában - rendszerint két vagy három részvényt bocsátanak ki minden korábban meglévő részvény helyébe. Az új részvények nem kötődnek adott múltbeli időszak újrabefektetett nyereségéhez. A részvényfelaprózás célja a részvény darabonkénti piaci árfolyamának csökkentése, vélhetően azért, mert az alacsonyabb árfolyamtartomány jobban elfogadható a régi és az új részvényesek számára. A részvényfelaprózás végrehajtható úgy, amit technikailag részvényosztaléknak nevezhetünk, hogy az eredménytartalék terhére és a tőketartalék javára történő pénzmozgás történik; illetve egyszerűen a részvények névértékének megváltoztatásával is, ami az eredménytartalék összegét nem érinti.*

A valódi részvényosztalék a részvényeseknek juttatott olyan papír, amelyik a közelmúltban, mondjuk, legfeljebb az elmúlt két évben a vállalatba visszaforgatott konkrét nyereséget hivatott jelképezni vagy annak kézzelfogható tanúbizonyosságát adni. Ma már elfogadott gyakorlat, hogy a részvényosztalékot a bejelentésének

* Napjainkban gyakorlatilag az összes részvényfelaprózás a névérték megváltoztatásával történik. Egy 2:1 arányú felaprózás esetében egy részvényből kettő lesz, amelyek mindegyike az eredeti egyetlen részvény korábbi árfolyamának a felét fogja érni; egy 3:1 arányú felaprózásnál egy részvényből három lesz, amelyek mind a korábbi részvény árfolyamának harmadát érik, és így tovább. Csak nagyon ritkán megy végbe az „eredménytartalék terhére és a tőketartalék javára” történő pénzmozgás, ahogy azt Graham írja.

idején megfigyelhető közelítő értéke alapján megbecsülik, majd az így kapott értéknek megfelelő összeget átvezetik az eredménytartalékokból a tőketartalékba. Így a részvényosztalék mennyisége általában viszonylag kicsi - a legtöbb esetben legfeljebb 5 százalék. Az ilyen típusú részvényosztalék lényegében azzal egyenértékű, mint ha a vállalat ugyanennyi készpénzt kifizetne a nyereségéből, és ezzel egy időben ugyanilyen összértékben részvényeket értékesítene a részvényeseknek. Az egyszerű részvényosztalék azonban adózási előnnyel rendelkezik a vele egyenértékű - és a közműszolgáltatók körében szinte általános gyakorlatnak tekinthető - készpénzosztalék és részvényjegyzési jog kombinációjával szemben.

A New York-i Értéktőzsde a 25 százalékos értéknél húzott gyakorlati választóvonalat a részvényfelaprózások és a részvényosztalék között. A 25 százalékos értéket elérő vagy meghaladó részvényosztalék esetében nem szükséges annak piaci értékét az eredménytartalékból a tőketartalékba átvezetni.¹ Egyes vállalatok azonban, elsősorban a bankok, továbbra is a régi gyakorlatot követik, vagyis bármilyen nekik tetsző - például 10 százalékos, a közelmúltbeli nyereséghez nem köthető - részvényosztalékot kihirdetnek, és ezzel hozzájárulnak a pénzügyi világ nemkívánatos zűrzavarának fennmaradásához.

Régóta helyesljük a készpénz- és részvényosztalék kifizetésével kapcsolatos szisztematikus és egyértelműen kinyilvánított vállalati politikát. Az ilyen részvénytörvényeket követő vállalatok rendszeresen fizetnek részvényosztalékot a vállalkozásba újra befektetett nyereség egy részének vagy egészének tőkésítése céljából. Ilyen, az újrabefektetett nyereség 100 százalékát lefedő osztalékpolitika létezik a Purex, a Government Employees Insurance és még néhány más vállalatnál.²

A témában született tudományos értekezések többsége kedvezőtlen véleménnyel van a részvényosztalék minden típusáról. Azt bizonygatják, hogy a részvényosztalék pusztán egy darab papír, amely semmi olyat nem ad a részvényeseknek, amivel korábban ne rendelkeztek volna, és pusztán felesleges kiadást és kényelmetlenséget vonz magával.³ Meglátásunk szerint ez egy teljes mértékben doktriner nézet, amely

• A New York-i Értéktőzsde 703-as szabálya rendelkezik a részvényfelaprózásokról és a részvényosztalékokról. A NYSE a 25 százaléknál nagyobb és 100 százaléknál kisebb részvényosztalékot napjainkban „részleges részvényfelaprózásnak” minősíti. Graham korával ellentétben az ilyen részvényosztalékoknál a NYSE megkövetelheti, hogy az osztalék összegét az eredménytartalék terhére tőkésítsék.

¹ Az ilyen, már Graham korában is szokatlan osztalékpolitika napjainkban rendkívül ritka. 1936-ban, majd 1950-ben is a NYSE-en jegyzett összes részvény nagyjából fele fizetett úgynevezett különleges osztalékot. 1970-re azonban kevesebb mint 10 százalékra csökkent az ilyen vállalatok aránya, majd a 90-es években jócskán 5 százalék alá süllyedt. Lásd Harry DeAngelo, Linda DeAngelo és Douglas J. Skinner, „Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling” *Journal of Financial Economics*, vol. 57, no. 3, 2000. szeptember, 309-354. oldal. A legvalószínűbb magyarázat erre a visszaesésre az, hogy a vállalati vezetők el akarják kerülni azt, hogy a részvényesek az alacsony jövőbeli nyereség jeleként értelmezzék a különleges osztalékot.

² Az osztalékokkal szembeni tudományos kritikákat Merton Miller és Franco Modigliani vezették, akiknek a „Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares” (1961) címmel írt befolyásos cikkük is hozzájárult ahhoz, hogy közgazdasági Nobel-díjat kapjanak. Miller és Modigliani lényegében azzal érvelt, hogy az osztalék irreleváns, hiszen a befektetőket nem érdekli, hogy hozamuk osztalékból és árfolyam-emelkedésből vagy kizárólag az utóbbiból származik, feltéve, hogy a teljes hozam mindkét esetben ugyanaz.

Az intelligens befektető

egyáltalán nem veszi figyelembe a befektetés gyakorlati és pszichológiai realitásait. Való igaz, hogy egy rendszeres részvényosztalék - mondjuk, 5 százalékos - csak a tulajdonosok befektetésének „formáját” változtatja meg. A részvényes 100 darab helyett 105 részvénnyel rendelkezik; ám a részvényosztalék nélkül az eredeti 100 darab részvény ugyanolyan tulajdonosi érdekeltséget jelentett volna, mint amit most a 105 darab részvénye testesít meg. Ennek ellenére a forma megváltozása tényleges jelentőséggel és értékkel bír számára. Ha készpénzre kívánja váltani az újrabefektetett nyereség rá eső részét, a neki küldött új részvénybizonylat értékesítésével könnyedén megteheti, nem kell az eredeti, 100 darabos bizonylatot feltörnie. A 105 részvénye esetén is ugyanakkora készpénz-osztalékfizetési arányra számíthat, mint korábban 100 darab papírja esetén; a készpénzosztalék mértékének 5 százalékos emelkedése részvényosztalék nélkül nem lenne ilyen valószínű.*

Az időszakos részvényosztalék-kifizetést tartalmazó osztalékpolitika előnyei akkor a legnyilvánvalóbbak, amikor a közművállalatok szokásos gyakorlatával hasonlítjuk össze. Ezek a társaságok jelentős mértékű készpénzosztalékot fizetnek tulajdonosaiknak, majd ennek a pénznek a jó részét a részvényeseknek - részvényjegyzési jogokon keresztül - további részvényeket eladva gyűjtik vissza." Ahogy fentebb említettük, a részvényesek gyakran pontosan ugyanabban a helyzetben találják magukat, mintha részvényosztalékot kaptak volna a készpénzosztalék és a részvényjegyzési jog kombinációja helyett - azt leszámítva, hogy megspórolhatták volna a készpénzosztalék után egyébként fizetendő jövedelemadókat. Azok, akiknek a lehető legnagyobb éves készpénzjövedelemre van szükségük további részvények nélkül, ugyanúgy eladhatják részvényosztalékaikat, ahogy a jelenlegi gyakorlat szerint eladják a részvényjegyzési jogaikat.

A jelenlegi készpénzosztalék plusz részvényjegyzési jog kombináció részvényosztalékra cserélésével összességében hatalmas mennyiségű jövedelemadó lehetne megtakarítani. Nyomatékosan javasoljuk, hogy a közművállalatok - az amerikai pénzügyminisztériumra gyakorolt káros hatása, vagyis az adóbevételek csökkenése ellenére - lépjenek meg ezt a változtatást, mert meggyőződésünk, hogy teljes mértékben méltánytalan egy második (személyi) jövedelemadóval terhelni az olyan nyereséget, amelyet a valóságban a részvényesek nem is kapnak meg,

* Graham érvelése már nem érvényes, a mai befektetők nyugodtan átugorhatják ezt a részt. A részvényeseknek immár nem kell aggódniuk a részvénybizonylat „feltörése” miatt, hiszen gyakorlatilag az összes részvény csak elektronikus, dematerializált formában létezik. És amikor Graham azt állítja, hogy a 100 részvény után járó készpénzosztalék 5 százalékos növekedése kevésbé „valószínű” mint a 105 részvény után járó állandó osztalék, nem egyértelmű, hogy egyáltalán miként számíthat ilyen valószínűséget.

** A részvényjegyzési jogokat ma már ritkábban használják, mint Graham idejében. Ezek a meglévő részvényeseknek biztosítják új részvények megvásárlásának a lehetőségét, esetenként a piaci árfolyamhoz képest diszkontáron. A jogaival nem élő részvényes végeredményben kisebb arányú részesedéssel fog rendelkezni a vállalatból. Mint sok más, a nevében a „jog” szót tartalmazó dolog esetében, itt is valamilyen kényszerrel szembesül a részvényes. A részvényjegyzési jogokkal ma leggyakrabban a zártvégű alapok, biztosítók és egyéb holdingvállalatok esetében találkozhatunk.

A részvényesek és a vállalatvezetés

hiszen a vállalatok a részvényeladásokon keresztül visszaveszik ezt a pénzt.*

A hatékony vállalatok folyamatosan modernizálják létesítményeiket, termékeiket, könyvelésüket, vezetőképzési programjaikat és munkavállalói kapcsolataikat. Legfőbb ideje, hogy alapvető pénzügyi gyakorlataikat, köztük az igen fontos osztalékpolitikájukat is a mai kor követelményeinek megfelelően aktualizálják.

* A George W. Bush-kormányzat 2003 elején előrelépést tett a vállalati osztalékok kettős adóztatása problémájának mérséklése érdekében, ám egyelőre túl korai bármit is mondani arról, hogy mennyire lesznek majd hasznosak az ezen a területen elfogadandó végleges jogszabályok. Egyértelműbb megközelítés lenne, ha az osztalékfizetéseket le lehetne vonni a vállalati adóalapból, ám a benyújtott törvényjavaslat ezt nem tartalmazza.

Kommentár a 19. fejezethez

A leqvészélyesebb hamisság a kissé torzított igazság.

(G. C. Lichtenberg)

Miért dobta be Graham a törülközőt?

Graham *Az intelligens befektető* talán egyetlen más részét sem változtatta meg olyan gyökeresen, mint ezt. Az első kiadásban ez a fejezet egy másikkal párban együtt közel 34 oldal hosszú volt. Az eredeti rész (*A befektető mint üzleti tulajdonos* címmel) a részvényesek szavazati jogaival, a vállalatvezetés minőségének megítélésére alkalmas módszerekkel, illetve a bennfentesek és a külsős befektetők közötti érdekellentétek felismerésének technikáival foglalkozott. Ám a legutolsó átdolgozott kiadásban Graham nyolc rövidre fogott, az osztalékok kérdését tárgyaló oldalra korlátozta a téma bemutatását.

Miért vetette el Graham eredeti érvelésének több mint háromnegyedét? Több évtizednyi eredménytelen figyelmeztetés után szemmel láthatóan feladta a reményt, hogy a befektetők valaha is érdeklődést fognak mutatni a cégvezetők viselkedésének ellenőrzése iránt.

Ám a vállalati botrányok közelmúltbeli járványa - vállalatvezetők helytelen magatartása, gyanús könyvelési praktikák és adómanőverek olyan meghatározó társaságoknál, mint az AOL, az Enron, a Global Crossing, a Sprint, a Tyco vagy a WorldCom - rá kell, hogy döbbsen bennünket, hogy Graham korábbi, a folyamatos éberség fontosságára vonatkozó figyelmeztetései minden eddiginél aktuálisabbak. Ássuk hát elő és tekintsük át őket a közelmúltbeli események fényében!

Elmélet kontra gyakorlat

Graham *A befektető mint üzleti tulajdonos* című eredeti fejtegetéseit (1949) azzal kezdi, hogy rámutat, *elméletben* „a részvényesek mint osztály a király. Többségük birtokában kinevezhetik és kirúghatják a vezetőket, és teljes mértékben akaratuk szerint formálhatják őket.” Ám a *gyakorlatban*, folytatja Graham:

a részvényesek egy teljes csődtömeg. Osztályként sem az intelligencia, sem az éberség jelei nem fedezhetők fel bennük. Birkamód megszavazna < mindent, amit a vállalatvezetés javasol, nem számít, hogy milyen gyenge eredményeket érteke el a múltban...

Kommentár a 19. fejezethez

Az átlagos amerikai részvényt talán egyetlen módon lehetne rávenni arra, hogy *önmagától* intelligens akcióba fogjon, ha petárdát robbantatnánk a széke alatt... Nem tudjuk negállni, hogy ne hívjuk fel a figyelmet arra a paradox tényre, miszerint úgy tűnik, hogy Jézus gyakorlatiasabb üzletember volt, mint az amerikai részvényesek.'

Graham egy alapvető, ugyanakkor rendkívül mélyreható dologra szeretné felhívni figyelmünket: amikor részvényt vásárolunk, tulajdonosaivá leszünk a vállalatnak. Vezetői, ideértve a vállalat első emberét, az ügyvezetőt is, értünk dolgozni. Igazgatótanácsának válaszolnia kell kérdéseinkre. A vállalat pénze minket illet. A vállalkozás a mi tulajdonunk. Ha nem tetszik, hogy miként irányítják a vállalatunkat, jogunk van megkövetelni a vezetők kirúgását, az igazgatók megváltoztatását vagy a tulajdonjavak eladását. „Részvényesek - kiáltja Graham ébredjete fel!”²

Az intelligens tulajdonos

Korunk befektetői elfelejtették Graham üzenetét. Erőfeszítéseik javát a részvény megvásárlására, kisebb részét az eladására fordítják - a papír birtoklására azonban semmi energiájuk nem jut. Graham emlékeztet arra, hogy „*részvényesként* éppolyan jó okunk volna kellő gondossággal eljárni, és megfelelő ítéletet alkotni, mint amikor *részvényessé válunk*

Hogyan fogjuk hozzá ahhoz, hogy intelligens befektetőből intelligens tulajdonosá váljunk? Graham először is közli velünk, hogy „csupán két olyan alapvető kérdés van, amelyre minden részvénytulajdonosnak oda kellene figyelnie:

1. Megfelelően hatékony a vállalatvezetés?
2. Kellő figyelmet fordítanak az átlagos *külsős* részvényesek érdekeire?”⁴

A vállalatvezetés hatékonyságának megítéléséhez hasonlítsuk össze a céget a jövedelmezőség, méret és versenyképesség vonatkozásában az iparág hasonló vállalataival. Mi történik, ha arra a következtetésre jutunk, hogy a vezetők nem jók? Graham a következőket javasolja erre az esetre:

1 Benjámín Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, New York, 1949), 217., 219. és 240. oldal. Graham a következőképpen magyarázza a Jézusra való hivatkozást: „Az Evangélium legalább négy példabeszédében találunk utalást a vagyonos ember és az ő vagyonáért felelős pozícióba helyezett emberek közötti rendkívül kritikus kapcsolatra. A leginkább idevágó részben „egy gazdag ember” sáfárjához, azaz menedzseréhez fordul, akit bevádoltak nála, hogy eltékozolja a vagyonát: 'Adj számot sáfárságodról, mert nem lehetsz többé sáfár.' (Lukács, 16:2).” AGraham által említett többi példabeszéd egyike *Máté*, 25:15-28.

2 Benjámín Graham, „A Questionnaire on Stockholder-Management Relationship”, *The Analysts Journal*, Fourth Quarter 1947, 62. oldal. Graham megjegyzi, hogy közel 600 professzionális értékpapír-elemző körében végzett felmérés során azt találta, hogy több mint 95 százalékuk szerint a részvényeseknek joguk van formális vizsgálatot kezdeményezni az olyan vállalatvezetők ellen, akiknek a tevékenysége nem növeli a részvény értékét. Graham csendben hozzáteszi, hogy „az ilyen kezdeményezés a gyakorlatban szinte ismeretlen”. Állítása szerint „ez rávilágít arra a széles szakadékra, amely aközött tátong, ami a részvényes és a vállalatvezetés közötti kapcsolatban történik, és aminek történnie kellene.”

3 Graham és Dodd, *Security Analysis* (1934-es kiadás), 508. oldal.

4 *The Intelligent Investor*, 1949-es kiadás, 218. oldal.

Kommentár a 19. fejezethez

A jelentősebb tulajdonrészrel bíró részvényesek közül néhány bizonyosodjon meg arról, hogy változásra van szükség, és legyen hajlandó tenni is ennek érdekében. Másrészt az egyszerű Közrészvényesek fogadják nyitottan, és olvassák kellő érdeklődéssel a közgyűlési tájékoztató anyagokat, továbbá mérleljék mindkét oldal érveit. Legalább azzal legyenek tisztában, hogy mikor sikertelen a vállalatuk, és álljanak készen arra, hogy a hivatalban lévő vállalatvezetés által védekezésként felhozott üres frázisoknál többet várjanak el. Harmadrészt az lenne a leghasznosabb, hogy amikor a számok egyértelműen azt mutatják, hogy az eredmények jócskán átlag alattiak, külső pénzügyi szakértői szervezetek bevonásával ítéltesék meg a vállalatvezetés politikája és kompetenciája."

Mi az a „közgyűlési tájékoztató anyag”, és miért ragaszkodik ahhoz Graham, hogy elolvassuk? A minden egyes részvényesnek elküldött tájékoztatóban a vállalat éves közgyűlésének napirendjét adja meg, illetve részleteket közöl a vállalatvezetők és az igazgatók javadalmazásáról és részvénytulajdonáról, valamint a bennfentesek és a vállalat tranzakcióiról. A részvényeseket felkéri, hogy szavazzanak, melyik könyvvizsgáló cég auditálja a vállalat pénzügyi beszámolóját, és ki legyen az igazgatótanács tagja. Ha olvasásuk közben használjuk a józan eszünket, az anyagok olyan szolgálatot tehetnek, mint egy kanári a szénbányában - korai figyelmeztető rendszer, amely jelzi, ha valami nem stimmel. (Lásd az Enronnal foglalkozó keretes *írást*.)

Ennek ellenére átlagosan az egyéni befektetők fele-harmada egyáltalán nem bajlódik azzal, hogy meghatalmazás útján éljen szavazati jogával.⁶ Vajon elolvassák egyáltalán a közgyűlési dokumentumokat?

Az intelligens befektető számára olyan magától értetődő megismerni a közgyűlési anyagokat és szavazni a közgyűlésen, mint a jó állampolgárnak az, hogy figyelemmel követi a híreket, és a lelkiismeretének megfelelően szavaz a választásokon. Ebből a szempontból nem számít, hogy egy vállalat 10 százalékaival vagy az 1 százaléknak csupán 1/10000 részét kitevő vacak 100 darab részvényt rendelkezzünk. Ha soha nem olvassuk el a birtokunkban lévő részvényekhez tartozó közgyűlési anyagokat, és a vállalat csődbe megy, csak saját magunkat okolhatjuk. Amennyiben a tájékoztató áttanulmányozásakor bennünket zavaró dolgokat találunk:

5 1949-es kiadás. 223. oldal. Graham hozzáteszi, hogy meghatalmazott útján történő szavazásra lenne szükség, hogy külső részvényesek egy független bizottságát felhatalmazza a „pénzügyi szakértői szervezet” kiválasztására, amely a részvényeseknek, nem pedig az igazgatótanácsnak küldené el a jelentését. Mindazonáltal a projekt költségeit a vállalat viselné. Graham többek között olyan „pénzügyi szakértői szervezetekre” gondolt, mint a vagyongazdálkodók, a hitelminősítő intézetek és az értékpapír-elemzők szervezetei. A befektetők ma tanácsadó cégek és átvilágítási szakértők szavazati jogai közül választhatnak, de akár az olyan kockázatkezeléssel foglalkozó szervezetek tagjaihoz is fordulhatnak, mint például a Risk Management Association.

6 A közgyűlésekre meghatalmazásokat kipoztázó két piacvezető cég, a Georgeson Shareholder és az ADP's Investor Communication Services táblázatba foglalta a 2002-es szavazási eredményeket. Ezek alapján az átlagos választási arány 80-88 százalék körül van (ez a részvénybrókerek által az ügyfelek nevében beküldött meghatalmazásokat is tartalmazza, amelyekkel - ha az ügyfél máshogyan nem kéri - automatikusan megszavazzák a vállalatvezetés által javasolt határozatokat). Így a tulajdonosok mintegy 12-20 százaléka nem szavaz a közgyűlésen. Mivel a magánbefektetők az amerikai részvények piaci értékének csupán 40 százalékát birtokolják, és az olyan intézményi lapok többsége, mint a nyugdíjalapok vagy a biztosítótársaságok törvényileg kötelezettek szavazni a közgyűlési kérdésekben, ez azt jelenti, hogy az egyéni befektetők durván harmada elmulaszt szavazni.

Az Enron saját zsebre dolgozó vezetője

1999-ben az Enron Corp. még hetedikként szerepelt a legnagyobb amerikai vállalatok *Fortune* 500-as listáján. Az energiaóriás bevételei, eszközei és nyeresége üstökösként száguldva növekedtek.

De mi történt, ha egy befektető figyelmen kívül hagyta a csillogó-villogó számokat, és egyszerűen az Enron 1999-es, a részvényeseknek szóló közgyűlési tájékoztató anyagait helyezte a józan ész mikroszkópja alá? A „Bizonyos tranzakciók” főcím alatt kiderült, hogy az Enron pénzügyi vezetője, Andrew Fastow „vezetőségi tagja” volt két társulásnak, az LJM1-nek és az LJM2-nek, amely „energiához és kommunikációhoz kapcsolódó befektetéseket” vásárolt. És vajon kitől vásárolt az LJM1 és az LJM2? Hát ki mástól, mint az Enrontól! A közgyűlési anyagokból kiderült, hogy a két társaság már 170 millió dollár értékű eszközt vett az Enrontól - esetenként ehhez az Enrontól kölcsönkapott pénzt használva fel.

Az intelligens befektető azonnal a következő kérdéseket tette volna fel:

- Az Enron igazgatói jóváhagyták ezt a felállást? (Igen, derült ki az anyagból.)
- Az LJM nyereségének egy része Fastow-nak járt? (Igen, derült ki az anyagból.)
- Az Enron pénzügyi vezetőjeként Fastow köteles volt kizárólag az Enron részvényeseinek érdekében eljárni? (Természetesen.)
- Így Fastow kötelessége volt minél nagyobb árat elérni az Enron által eladott eszközök értékesítésén? (Feltétlenül.)
- Ám ha az LJM magas árat fizetett volna az Enron eszközeiért, az nem csökkentette volna az LJM potenciális nyereségét - és Fastow személyes jövedelmét? (Dehogynem.)
- Ha viszont az LJM alacsony árat fizetne, az nem növelné Fastow és a vállalat profitját, és egyúttal nem csökkentené az Enron bevételeit? (De, egyértelműen.)
- Adjon még kölcsön pénzt az Enron Fastow vállalatainak, hogy eszközöket vásárolhassanak az Enrontól, amelyek azután személyes jövedelmet termelhetnek Fastow-nak? (Hogy micsoda?!)
- Nem teremt mindez alapvető érdekellentéteket? (A kérdés költői csupán.)
- Mit mond ez a felállítás azokról az igazgatókról, akik ezt engedélyezték? (Azt, hogy sürgősen vigyük el innen máshova a befektetéseinket.)

Két nyilvánvaló tanulság adódik ebből a katasztrófából: soha nem szabad olyan mélyre ásni a számokban, hogy elveszítsük a józan eszünket, és mindig olvassuk el a közgyűlési tájékoztató anyagot, mielőtt részvényt vásárolnánk (és lehetőleg utána is).

Kommentár a 19. fejezethez

- szavazzunk minden egyes igazgató ellen, hogy ezzel tudassuk velük ellenvéleményünket;
- vegyünk részt a közgyűlésen, és szóljunk fel a jogainkért;
- keressünk a részvényrel foglalkozó online fórumot (például olyat, mint amilyenek a <http://finance.yahoo.com> oldalon található), és győzzük meg a többi részvényest, hogy csatlakozzon kezdeményezésünkhöz.

Graham egy másik ötlettel is szolgált, amelyből a mai befektetők is profitálhatnak:

...előny származhat egy vagy több szakmai és független igazgató megválasztásából. Ők olyan széles körű üzleti tapasztalattal rendelkező szakemberek legyenek, akik kívülálló és szakértő szemmel tekintenek a vállalat problémáira... Készítsenek közvetlenül a részvényesek számára külön éves jelentést, amelyből kiderül a vállalat tulajdonosait foglalkoztató legfontosabb kérdésben kialakított véleményük: "A vállalat olyan eredményeket tud felmutatni a külsős részvényesnek, amilyenek megfelelő vállalatvezetés alatt elvárhatók?" Ha nem, mi ennek az oka - és mit kellene tenni ezzel kapcsolatban?"

Csak elképzelni lehet, milyen megdöbbenést váltana ki Graham javaslata napjainkban a „független” igazgatók nagy részét kitevő üzleti cimborák és golfpartnerek körében. (Arra gondolni sem merünk, hogy ezt olvasván a félelem végigfut a gerincükön, mert úgy tűnik, a független igazgatók többségének egyáltalán nincs is gerince.)

Egyébként is kinek a pénze ez?

Vizsgáljuk meg most Graham második feltételét - vajon a vállalatvezetés a külsős befektetők legjobb érdeke szerint cselekszik-e? A vállalatvezetők minden alkalommal elmondják a részvényeseknek, hogy ők - mármint a vezetők - tudják a legjobban, hogy mit kell tenni a cég pénzével. Graham tökéletesen átlátott ezen a menedzseri halandzsán:

Egy vállalat vezetése irányíthatja ugyan jól a vállalkozást, mégis elképzelhető, hogy nem a megfelelő eredményeket produkálja a külsős részvényesek számára, mert hatékonysága a működésre korlátozódik és a tőke lehető legjobb felhasználására nem terjed ki. A hatékony *működés* célja az alacsony költségű termelés, valamint a legjövődelműbb értékesíthető termékek felkutatása. A hatékony *finanszírozás* azt igényli, hogy

kérdés, amelyhez a vállalatvezetésnek mint olyannak kevés érdeke fűződik. A vezetők valójában minél több tőkét szeretnének kapni a tulajdonosoktól, hogy a lehető legjobban csökkentsék saját pénzügyi problémáikat. Ily módon a vállalatvezetés jellemzően a szükségesnél több tőkével működik, amennyiben a részvényesek ezt hagyják - márpedig ők gyakran hagyják.⁸

A 90-es évek végén és a 2000-es évek elején az élenjáró technológiai vállalatok menedzsmentje még eggyel továbbfejlesztette ezt az „Apa úgymint jobban tudja” hozzáállást.

7 1949-es kiadás, 224. oldal.

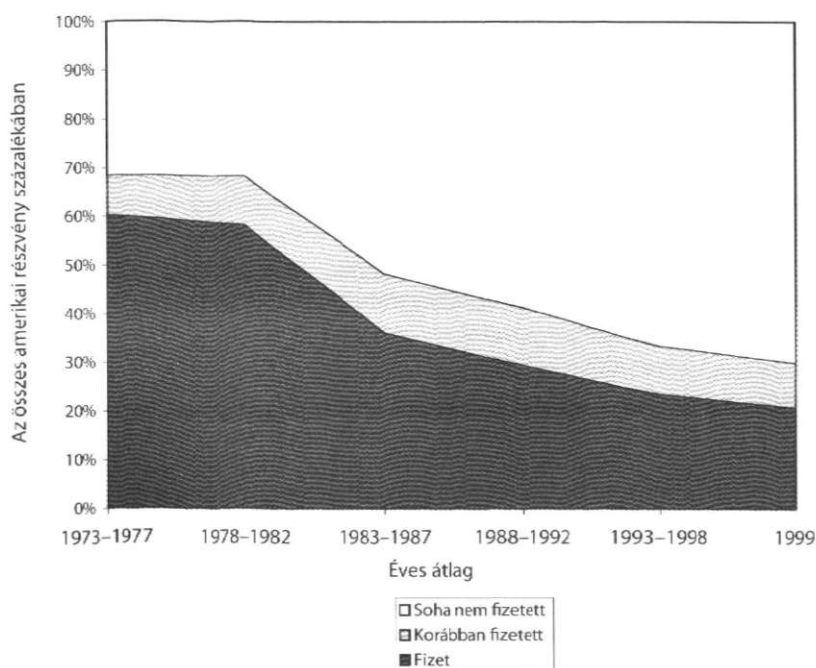
8 1949-es kiadás, 233. oldal.

Kommentár a 19. fejezethez

Az érvelés így szólt: miért akarnának a részvényesek osztalékot, amikor mi magunk is befektethetjük számukra azt a pénzt, és emelkedő részvényárfolyamot teremtünk belőle? Csak nézzék meg, miként mentek felfele a részvényeink - mindez nem azt bizonyítja, hogy több pénzt csinálunk a centjeikből, mint amennyit ők tudnának?

Hihetetlen, de a befektetők szó nélkül bekapták a csalit. Az „Apa úgyis jobban tudja” elv olyannyira szentírássá vált, hogy a részvényeiket a nyilvánosságnak először 1999-ben értékesítő vállalatoknak csupán 3,7 százaléka fizetett osztalékot arra az évre - a 60-es évek IPO-inál ugyanez az arány még átlagosan 72,1 százalék volt.⁹ A következő ábrán láthatjuk, hogy az osztalékot fizető vállalatok százalékos aránya (amelyet a sötét terület mutat) hogyan csökkent az évek során:

19.1. ábra: Ki fizet osztalékot?



Forrás: Eugene Fama és Kenneth French, "Disappearing Dividends", *Journal of Financial Economics*, 2001. április.

9 Eugene F. Fama és Kenneth R. French, "Disappearing Dividends: Charging Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics*, vol. 60, no. 1, 2001. április, 3-43. oldal, lásd különösen az 1. táblázatot; lásd még Elroy Dimson, Paul Marsh és Mike Staunton, *Triumph of the Optimista* (Princeton Univ. Press, Princeton, 2002), 158-161. oldal. Érdekes módon az amerikai részvények után osztalékként kifizetett teljes dollárösszeg a 70-es évek vége óta - még az infláció figyelembevételével is - növekszik, ám az osztalékot fizető papírok száma közel kétharmadával zsugorodott. Lásd Harry DeAngelo, Linda DeAngelo és Douglas J. Skinner, "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings", <http://papers.ssrn.com>.

Kommentár a 19. fejezethez

Ám az „Apa úgyis jobban tudja” puszta átverés volt. Bár néhány vállalat valóban okosan használta fel a pénzt, a nagyobb részük két másik kategóriába tartozott: vagy azok közé, akik egyszerűen elpazarolták, vagy azok közé, akik sokkal gyorsabban halmozták fel a pénzt, mintsem el tudták volna költeni.

Az első csoportba tartozó Priceline.com 67 millió dollárnyi veszteséget írt le 2000-ben, miután buta módon kezdett élelmiszerboltokat és benzinkutakat üzemeltető vállalkozásokba, míg a szintén ide sorolható Amazon.com legalább 233 millió dollárt pusztított el részvényesei vagyonából azzal, hogy olyan dotkom-aknába „fektetett be”, mint a Webvan és az Ashford.com.¹⁰ És a történelem során elszenvedett két legnagyobb veszteség - a JDS Uniphase 56 milliárdos vesztesége 2001-ben, valamint az AOL Time Warner 99 milliárdos bukása 2002-ben - is azután következtek be, hogy a vállalatok úgy döntöttek: nem fizetnek osztalékot, hanem olyan cégekkel fuzionálnak, amelyek részvényei éppen akkor szemérmetlenül túlértékelték voltak.

Ami a második csoportot illeti, gondoljunk bele, hogy 2001 végére az Oracle Corp. 5 milliárd dollár készpénzt halmozott fel. A Cisco Systems legalább 7,5 milliárdot gyűjtött össze. A Microsoft 38,2 milliárdból hordott össze pénzhegyet - és az összeg óránként átlagosan 2 millió dollárral nő.¹² Mégis vajon mennyire esős napokra számít Bili Gates?

Ezek a konkrét esetek egyértelműen azt mutatják, hogy számos vállalat nem tudja, hogyan érjen el extra hozamot a felesleges pénzén. Ám mit mondanak a statisztikák?

- Robert Arnott és Clifford Asness vagyongazdálkodók kutatásukban azt találták, hogy aktuálisan alacsony osztalék esetén a jövőbeli vállalati nyereségek is alacsonynak bizonyulnak. És amikor az osztalék aktuális szintje magas, hasonló lesz a jövőbeli nyereség is. Tízéves időszakokban a nyereség átlagos növekedési üteme 3,9 százalékponttal magasabb volt azoknál a vállalatoknál, ahol az osztalék szintje is magas volt.¹³

10 Benjamin Franklin, akiről azt mondják, hogy azbesztből készült pénztárcában tartotta az érméket, hogy a pénz ne égessen lyukat a zsebén, talán el tudta volna kerülni ezt a problémát, ha CEO lett volna.

11 A *BusinessWeek* vizsgálatából az derült ki, hogy az 1995 és 2001 között lezajlott több mint 300 nagy fúzió 61 százaléka a felvásárló vállalat részvényeseinek vagyonszerzésével ért véget - az ilyen szituációt szokás a „nyertes átkának” vagy a „vevő lelki furdalásának” nevezni. És az ügyletért készpénz helyett részvényekkel fizető felvásárlók 8 százalékkal alulteljesítették versenytársaikat. (Dávid Henry, „Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off”, *BusinessWeek*, 2002. október 14., 60-70. oldal.) Egy hasonló tudományos kutatás arra a megállapításra jutott, hogy magánkézben lévő (zártkörűen működő) vállalatok és nyilvános társaságok leányvállalatainak felvásárlásai pozitív részvényhozamot eredményeznek, ám nyilvános vállalatok egészének felvásárlása veszteséget okoz a nyertes ajánlattevő részvényeseinek. (Kathleen Fuller, Jeffry Netter és Mike Stegemoller, „What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us?” *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 4, 2002 augusztus, 1763-1793. oldal.)

12 Amikor a kamatlábak a történelmi mélypont közelébe esnek, az ilyen temérdek készpénz elhanyagolható hozamot produkál, ha csak úgy parlagon hever. Ahogy Graham is megállapítja: „amennyiben eza többlet pénz a vállalatnál marad, a külső részvényes alig húz belőle hasznot” (1949-es kiadás, 232. oldal). Valóban 2002 végére a Microsoft készpénzgyenlege 43,4 milliárdra duzzadt - egyértelmű tanúbizonyságát adva annak, hogy a vállalat nem tudta jó hasznát venni az általa termelt pénznek. Graham ezt úgy mondaná, hogy a Microsoft működése hatékony volt, a finanszírozása azonban nem. A probléma helyrehozatala felé tett lépésként a Microsoft 2003 elején bejelentette, hogy elkezd rendszeres negyedévi osztalékot fizetni.

13 Robert D. Arnott and Clifford S. Asness, „Surprise! High Dividends = Higher Earnings Growth”, *Financial Analysts Journal*, 2003. január/február, 70-87. oldal.

Kommentár a 19. fejezethez

- A Columbia Egyetem két számvitelprofesszora, Doron Nissim és Amir Ziv arra a megállapításra jutottak, hogy az osztalékukat növelő vállalatok nemcsak hogy jobb részvényhozamokat érnek el, hanem „az osztalék megemelését legalább a következő négy évre vonatkozóan a [magasabb] jövőbeli jövedelmezőséggel asszociálják”.¹⁴

Ez röviden azt jelenti, hogy a vállalatvezetők többsége téved, amikor azt állítja, hogy jobban fel tudja használni pénzünket, mint mi. Az osztalék kifizetése nem garantálja a kiváló eredményeket, ám igenis *növeli* a tipikus részvény hozamát, mégpedig azzal, hogy legalább a pénz egy részét kiveszi a vezetők kezei közül, mielőtt ők elherdálnák vagy éppen ellenkezőleg, mókus módjára felhalmozják azt.

Olcsón eladni, drágán megvenni

Mi a helyzet azzal az érveléssel, miszerint a vállalatok saját részvényeik visszavásárlásával jobban fel tudják használni a felesleges pénzt? Amikor a vállalat visszaveszi saját részvényeit, csökken a forgalomban lévő papírok száma. Ebben az esetben a részvényenkénti nyereség akkor is nőni fog, ha az adózott eredmény változatlan szinten marad, hiszen kevesebb részvény között kell felosztani a teljes nyereséget. Ennek viszont növelnie kell a részvény árfolyamát. És ami még jobb, a visszavásárlás - az osztalékkal ellentétben - adómentes azoknak a befektetőknek, akik nem adják el részvényeiket.¹⁵ Így adófizetési kötelezettségük növelése nélkül emeli részvényeik értékét. És amennyiben a részvények olcsók, a felesleges pénzt a visszavásárlásukra költve kiválóan fel lehet használni a vállalat tőkéjét.¹⁶

Elméletben mindez igaz. A valóságban azonban a részvény-visszavásárlások sajnos sokkal kevésbé magasatos célt kezdtek szolgálni. Most, hogy a részvényopciók már ilyen jelentős részét teszik ki a felső vezetők javadalmazásának, számos vállalat - különösen a high-tech iparágakban - több száz millió részvényt kénytelen kibocsátani,

4 Doron Nissim és Amir Ziv, „Dividend Change; and Future Profitability” *The Journal of Fináncé*, vol. 56, no. 5, 2001. december, 2111-2133. oldal. Még az Anott-Asness és Nissim-Ziv jövőbeli nyereségre vonatkozó megállapításait vitató kutatók is egyetértettek abban, hogy az osztalék növelése magasabb jövőbeli osztalékhozamot eredményez; lásd Shlomo Benartzi, Roni Michaely és Richard Thaler, „Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?” *The Journal of Fináncé*, vol. 52, no. 3, 1997. július, 1007-1034. oldal.

5 A George W. Bush elnök által 2003 elején benyújtott adóreformok módosítanák az osztalékok adózását, ám a könyv nyomdába adásának idején még nem volt egyértelmű a törvény sorsa.

6 A vállalatok a múltban a józan eszük alapján közelítették a részvény-visszavásárlásokhoz, vagyis magas részvényárak idején visszafogták, alacsony árfolyamoknál pedig fokozták vételeiket. Az 1987. október 19-ei piaci válság után például 400 vállalat jelentett be új részvényvásárlásokat a következő 12 napra - míg az év korábbi részében, amikor a részvényárfolyamok sokkal magasabbak voltak, mindössze 107 cég állt elő részvény-visszavásárlási programmal. Lásd Murali Jagannathan, Clifford P. Stephansens Michael S. Weisbach, *financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, vol. 57, no. 3, 2000. szeptember, 362. oldal.

Kommentár a 19. fejezethez

hogy a részvényopcióikat lehívó vezetőknek adhassák őket.¹⁷ Ám ez feltornázza a forgalomban lévő részvények számát, és csökkenti a részvényenkénti eredményt. Az eredményhígulási hatást ellentételezendő a vállalat kénytelen hátraarcot csinálni, és több millió részvényt kell visszavásárolnia a nyílt piacon. 2000-ben a cégek adózott eredményük már nem kevesebb mint 41,8 százalékát költötték saját részvényeik vásárlására (1980-ban ugyanez az arány még csupán 4,8 százalék volt).¹⁸

Nézzük csak meg az Oracle Corp.-t, a szoftveróriást! 1999. június 1. és 2000. május 31. között az Oracle 484 millió dollár költséggel 101 millió tőzsrészt bocsátott ki felső vezetőknek, és további 26 milliót az alkalmazottaknak. Eközben, hogy a korábban lehívott részvényopciók eredményhígítási hatását megakadályozza, a vállalat 5,3 milliárd dollárt - *vagyis adott évi összbevételének 52 százalékát* - költötte 290,7 millió darab részvény visszavásárlására. Az Oracle 3,53 dolláros átlagárfolyamon bocsátotta ki a részvényeket a bennfenteseknek, és 18,26 dolláros átlagáron vásárolta vissza a papírokat. Olcsón eladni, drágán venni: ez vajon a részvényesi érték „növelésének” egy új módszere?¹⁹

2002-re az Oracle-részvények árfolyama 2000-es csúcának kevesebb mint felére esett vissza. Most, hogy részvényei olcsóbbak lettek, az Oracle vajon rohant több papírját visszavásárolni? 2001. június 1. és 2002. május 31. között az Oracle 2,8 milliárd darabra *csökkentette* visszavásárlásait, nyilvánvalóan azért, mert felső vezetői és alkalmazottai kevesebb opciót hívtak le abban az évben. Ugyanez az olcsón eladni, drágán venni séma figyelhető meg több tucat más technológiai vállalatnál. Mi az ördög folyik itt? Két meglepő tényező munkálkodik a háttérben:

17 A vállalat által a felső vezetőknek és az alkalmazottaknak juttatott részvényopciók biztosítják számukra annak jogát, hogy a jövőben kedvezményes áron részvényeket vásároljanak (ez csak lehetőség, nem kötelezettség). Az opciók átváltását lehívásnak nevezik. Az opcióját lehívó alkalmazott ezt követően az aktuális piaci árfolyamon eladhatja részvényét, a különbséget pedig nyereségként bezsebelheti. Mivel adott évben több száz millió opciót lehívhatnak, a vállalat kénytelen növelni a forgalomban lévő részvények kínálatát. Ekkor azonban a cég teljes adózott nyeresége sokkal több részvény között oszlik el, ami csökkenti a részvényenkénti eredményt. Ezért a vállalat jellemzően kényszerítve érzi magát, hogy más részvényeket visszavásárolva az opciók tulajdonosainak kibocsátott részvényeknek megfelelő állományt kivonjon a forgalomból. 1998-ban a pénzügyi vezetők 63,5 százaléka elismerte, hogy az opciók lehívásából eredő eredményhígulási hatás ellentételezése volt a részvény-visszavásárlások elsődleges indoka (lásd CFO Forum, „The Buyback Track” *Institutional Investor*, 1998. július).

18 E változást előidéző egyik legfontosabb tényező az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdelügyelet 1982-ben hozott döntése volt, amellyel lazított a részvényvásárlásokra vonatkozó korábbi korlátozásokon. Lásd Gustavo Grullon és Roni Michaely, „Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis”, *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 4, 2002. augusztus, 1649-1684. oldal.

19 Írásaiban Graham mindvégig amellet kardoskodik, hogy a vállalatvezetőknek nemcsak az a kötelességük, hogy elkerüljék a vállalat részvényeinek alulértékelttségét, hanem a túlértékelttséget is meg kell akadályozniuk. Ahogy a *Security Analysis* (1934-es kiadás, 515. oldal) című könyvében írja, „a vállalatvezetés azon felelőssége, hogy részvényesei érdekében cselekedjék, azt a kötelezettséget is tartalmazza, hogy - lehetőségeihez mérten - megakadályozza a vállalat értékpapírjainak abszurd módon magas vagy indokolatlanul alacsony árfolyamainak kialakulását”. Vagyis a részvényesi érték növelése nem pusztán azt jelenti, hogy meg kell akadályozni a túl alacsony részvényárfolyam kialakulását, hanem arról is gondoskodni kell, hogy a részvényárfolyam nem *emelkedik* indokolatlanul magas szintekre. Bárcsak az internetes vállalatok felső vezetői még 1999-ben megfogadták volna Graham bölcsességét!

Kommentár a 19. fejezethez

- A vállalatok adókedvezményt kapnak, amikor a vállalatok felső vezetői és alkalmazottai lehívják részvényopcióikat (amit az amerikai adóhivatal a vállalat „kompenzációs költségének” minősít).²⁰ Az Oracle például a 2000 és 2002 közötti pénzügyi években 1,69 milliárd dollárnyi adóelőnyhöz jutott azért, hogy a bennfentesek éltek opciós jogukkal. A Sprint Corp. 678 millió dollárral kevesebb adót fizetett azért, mert felső vezetői és alkalmazottai 1999-ben és 2000-ben 1,9 milliárd dollár nyereséghez jutottak opcióik lehívásával.
- A túlnyomórészt részvényopciókkal javadalmazott felső vezetőknek alapvető érdeke rejlik abban, hogy az osztalékfizetéssel szemben a részvény-visszavásárlásokat szorgalmazza. Miért? A részvényárfolyam erősebb ingadozásai technikai okok miatt növelik az opciók értékét. Ám az osztalékok csillapítják a részvényárfolyam volatilitását. Ebből adódóan a vállalatvezetők az osztalék növelésével saját részvényopcióik értékét csökkentenék.²¹

Nem csoda, hogy a CEO-k sokkal inkább hajlamosak részvényeket visszavásárolni, mint osztalékot fizetni - függetlenül attól, hogy mennyire túlértékelték a részvények, vagy milyen drámai mértékben pazarlóan bánnak a külsős részvényesek ezen erőforrásaival.

Nyitva hagyott opciók

A tétlen és közönyös befektetők szabad kezet adtak a vállalatoknak, hogy mindenféle lelkifurdalás nélkül túlfizessék felső vezetőiket. 1997-ben Steve Jobs, az Apple Computer, Inc. társalapítója „ideiglenes” vezérigazgatóként tért vissza a vállalat élére. A már akkor is vagyonos Jobs ragaszkodott ahhoz, hogy évi 1 dolláros fizetést kapjon. 1999 végén az igazgatótanács, megköszönvén Jobsnak, hogy „az előző két és fél évben juttatások nélkül” töltötte be a vezérigazgatói pozíciót, neki ajándékozta saját Gulfstream magánrepülőjét, amely a vállalatnak mintegy 90 millió dollár költséget jelentett. A következő hónapban Jobs beleegyezett, hogy az „ideiglenes” jelzõt elhagyja a pozíciójából, és az igazgatótanács 20 millió darab részvényre szóló opcióval jutalmazta. (Mindaddig Jobs mindösszesen 2, azaz kettő darab Apple-részvénnyel rendelkezett.)

20 Annak ellenére, hogy az adóbevallásban kompenzációs költségnek minősítik az opciókat, a részvényesek számára készített vállalati jelentések eredménykimutatásaiban érthetetlen módon nem számolnak vele költségként. A befektetők csak remélni tudják, hogy a számviteli reformok változtatni fognak ezen a neveléses gyakorlaton.

21 Lásd George W. Fenn és Nellie Liang, „Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives,” *Journal of Financial Economics*, vol. 60, no. 1, 2001. április, 45-72. oldal. Az osztalékok azáltal teszik kevésbé volatilissá a részvényeket, hogy a részvényeseknek folyamatos jövedelemforrást biztosítva védelmet nyújtanak nekik a piaci érték ingadozásaival szemben. Több kutató is arra a megállapításra jutott, hogy a részvény-visszavásárlási programot folytató (de készpénzosztalékot nem fizető) vállalatok átlagos jövedelmezősége legalább kétszer olyan volatilis, mint az osztalékot fizető társaságoké. A változékonyabb nyereségek általában ingadozóbb részvényárfolyamokat eredményeznek, amelyek értékesebbé teszik a vezetők részvényopcióit - mégpedig azzal, hogy több olyan lkaimat teremtenek, amikor a részvényárfolyam átmenetileg magas lesz. Napjainkban a felső vezetői juttatások kétharmada részvényopciók és egyéb nem készpénzbeli javadalmazások formáját ölti; harminc évvel ezelőtt legalább a juttatások kétharmadát készpénzben adták.

Kommentár a 19. fejezethez

Az ilyen opciós juttatás mögött az az elv húzódik meg, hogy a vezetők és a külsős befektetők érdekeit összhangba hozzák. Külsős Apple-részvényesként azt szeretnénk, ha a vezetők csak abban az esetben kapnak javadalmazást, ha az Apple részvényei kiváló eredményt tudnak felmutatni. Semmilyen más módszer nem tud ennél igazságosabb lenni velünk és a vállalat többi részvényesével szemben. Ám, miként arra John Bogle, a Vanguard-alapok korábbi elnöke rámutat: szinte az összes vezető az opciói lehívása után azonnal *eladja* a részvényeit. Vajon hogyan lehet a részvényeknek az azonnali nyereség reményében történő elkótyavetyélésével érdekeiket a vállalathoz hú, hosszú távú részvényesekéivel összeegyeztetni?

Jobs esetében ez azt jelenti, hogy ha az Apple-részvények 2010 elejéig csupán évi 5 százalékkal nővekednek, opciói lehívásával 548,3 millió dollárt kasszírozhat. Vagyis ha az Apple papírjai a teljes részvényt piac hosszú távú átlagos hozamának akárcsak a felét is elérik, fél milliárd dolláros nyereség hullik Jobs ölébe.²² Ez vajon összhangba hozza Jobs és az Apple-részvényesek érdekeit - vagy éppen ellenkezőleg, gyengíti az Apple-részvényeseknek az igazgatótanácsba vetett bizalmát?

A közgyűlési tájékoztató anyagokat szorgalmasan olvasó intelligens tulajdonos ellene fog szavazni minden olyan felső vezetői kompenzációs programnak, amely a vállalat forgalomban lévő részvényeinek több mint 3 százalékát tervezi a vezetőknek juttatni. És minden olyan tervet érdemes megvétőznunk, amely a részvényopciók formájában történő javadalmazást nem a hosszú távon kiváló eredmények elérésétől teszi függővé. A részvényopciók feltétele lehet például az ugyanabban az iparágban működő részvények átlagos eredményének legalább öt éven keresztül történő felülteljesítése. Egyetlen CEO sem érdemli meg, hogy vagyont szerezzen magának, ha gyenge eredményeket ér el számunkra.

Záró gondolat

Térjünk vissza Graham azon gondolatára, amely szerint minden vállalat független igazgatótanácsi tagja írásban kellene, hogy jelentést tegyen a részvényeseknek arról, hogy vajon a vállalatot megfelelően irányítják-e annak valódi tulajdonosai nevében. Mi lenne, ha a független igazgatóknak a vállalat osztalékokkal és részvény-visszavásárlásokkal kapcsolatos politikáját is indokolniuk kellene? Mi lenne, ha azt is le kellene írniuk, hogy pontosan miként határozzák meg, hogy a cég felső vezetői nincsenek-e túlfizetve? És mi lenne, ha minden befektető intelligens tulajdonossá válna, és tényleg elolvasná ezt a jelentést?

²² Az Apple Computer, Inc.-nek a 2001. áprilisi közgyűléshez összeállított tájékoztató anyaga, 8. oldal (letölthető a www.sec.gov oldalon). Jobs részvényopcióit és részvénytulajdonát a 2:1 arányú részvényfelaprózásnak megfelelően kiigazítottuk.

20. FEJEZET

„Biztonsági ráhagyás”-a befektetés központi fogalma

A régi legenda szerint a bölcseknek sikerült egyetlen mondatba sűríteni az emberi viszonyok történetét: „Ez is elmúlik.”* Ha azt a hasonló feladatot kapnánk, hogy két szóban adjuk meg a stabü befektetés titkát, mottónk így szólna: BIZTONSÁGI RÁHAGYÁS. Ez az a szál, amely végigfut a befektetési politikát megtárgyaló összes korábbi fejezetünkön - gyakran egyértelműen, máskor kevésbé közvetlenül. Engedje meg az olvasó, hogy megpróbáljuk logikusan felépített érvelésben röviden átgondolni ezt a fogalmat, és mindazt, ami mögötte van.

Az összes tapasztalt befektető felismeri, hogy a biztonsági ráhagyás fogalma megkerülhetetlen a megbízható kötvénynek és elsőbbségi részvények kiválasztásakor. Egy vasúttársaságnak például éveken keresztül kamatkötelezettségeinél több mint ötször nagyobb nyereséget kell elérnie (adózás előtt) ahhoz, hogy kötvényei befektetési kategóriájú értékpapírnak minősüljenek. Ez a *múltbeli* képesség, hogy kamatfizetési kötelezettségeinél több nyereséget képes produkálni a vállalat, képezi a biztonsági ráhagyást, amely a veszteségtől vagy a kényelmetlenségtől hivatott védeni a befektetőt, ha az adózott eredmény a *jövőben* valamelyest visszaesne. (A kötelezettségek feletti ráhagyás másféleképpen is kifejezhető - például százalékos formában, amennyivel a bevétel vagy a profit csökkenhet, mielőtt a kamatfizetés utáni eredmény negatívba fordul - de a mögöttes elv ugyanaz marad.)

A kötvénybefektető nem számít arra, hogy a jövőben átlagnyeresége ugyanúgy alakul, mint a múltban - ha biztos lenne ebben, kicsi ráhagyással is beérné. Meghatározó mértékben saját, arra vonatkozó ítéletére sem támaszkodik, hogy vajon a jövőbeli eredmény a múltbelinél jelentősen jobb vagy rosszabb lesz-e, hiszen ha ezt tenné, kénytelen lenne a ráhagyást a körültekintően *előre jelzett* nyereséghez viszonyítani ahelyett, hogy egyszerűen a múltbeli tényszámokból

* „Azt mesélik, hogy egy keleti uralkodó egyszer megbízta bölcseit, hogy találjanak ki számára egy mindig kéznél lévő mondatot, amely bármikor és bármilyen helyzetben igaz és találó. A bölcsek a következő szavakkal álltak elő: *És ez is el fog múlni. Mennyi mindent kifejez! Mennyire mérsékletre int a büszkeség órájában! - mennyire vigasztaló a csapások idején! »És ez is el fog múlni.«* Mégis reméljük azt, hogy ez nem *teljesen* igaz.” - Abraham Lincoln a Wisconsin Állami Mezőgazdasági Társaság előtt 1859. szeptember 30-án elmondott beszéde, *Abraham Lincoln: Speeches and Writings, 1859-1865* (Library of America, 1985), vol. II, 101. oldal.

képezett ráhagyást venné figyelembe. A biztonsági ráhagyás funkciója itt lényegében az, hogy feleslegessé tegye a jövőre vonatkozó pontos becslést. Ha a ráhagyás kellően nagy, akkor ahhoz, hogy a befektető védve érezhesse magát az idő viszontagságaival szemben, elegendő azt feltételeznie, hogy a jövőbeli nyereségek nem fognak nagyon elmaradni a múltbeliektől.

Kötvények esetében úgy is kiszámíthatjuk a biztonsági ráhagyást, hogy a vállalat teljes értékét az adósságállományához viszonyítjuk. (Hasonló kalkulációt elsőbbségi részvények esetében is végezhetünk.) Ha a vállalat 10 millió dollárral tartozik, és nagyjából 30 millió dollárt ér, akkor - elméletileg legalábbis - az érték kétharmadnyi zsugorodásáig a kötvényesek nem fognak veszteséget elszenvedni. Ennek az adósság feletti tartalékértéknek, vagyis puffernak az összegét a hátrasorolt részvények (vagyis a törzsrészvények) többéves piaci átlagárának segítségével becsülhetjük meg. Mivel a részvények átlagára általánosságban az átlagos jövedelmezőképességgel áll összefüggésben, az adósság feletti „vállalatértékre” és a kamatkötelezettséget meghaladó jövedelmezőségre képezett ráhagyás az esetek többségében hasonló eredményt ad.

Ennyit a biztonsági ráhagyás fogalmának a „rögzített értékű befektetésekre” való alkalmazásáról. Vajon a törzsrészvények területén is használhatjuk ezt az elvet? Igen, de csak néhány szükségszerű módosítás után.

Egyes esetekben egy részvény azért tekinthető stabil befektetésnek, mert olyan nagy biztonsági ráhagyással rendelkezik, mintegy jó kötvény. Ez például akkor áll fenn, amikor egy vállalat csak annyi forgalomban lévő törzsrészvénnyel rendelkezik, amennyinek az összértéke egy válságos piaci környezetben kevesebb, mint azon kötvénymennyiségé, amely még biztonságosan kibocsátható a vállalat vagyona és jövedelmezőképessége alapján.* Az 1932-33-as alacsony árfolyamszintek mellett ez számos erős pénzügyi helyzetben lévő ipari vállalatra igaz volt. Ilyen esetekben a befektető a kötvényekhez társítható biztonsági ráhagyást és a részvényekkel együtt járó nagyobb jövedelem és árfolyam-emelkedés lehetőségét is megkapja. (Az egyetlen dolog, amely hiányozhat, az a jogi eszköz az osztalékfizetés kikövetelésére - ám az előnyökhöz viszonyítva ez csak mérsékelt hátrány.) Az ilyen körülmények között megvásárolt részvények a biztonság és a profitlehetőség ideális, ám sajnos ritka kombinációját nyújtják. Engedje meg az olvasó, hogy egy ilyen helyzet közelmúltbeli példájaként ismét a National Presto Industries részvényeit említsük, amelyek árfolyama alapján a teljes vállalat értéke 1972-ben 43 millió dollárt tett ki. Az előző időszakbeli 16 millió dolláros, adózás előtti nyereségével a vállalat könnyedén fenntarthatott volna ilyen mennyiségű kötvényt.

* A „jövedelmezőképesség” Graham kifejezése a vállalat potenciális nyereségére, vagy - ahogy ő fogalmaz - az az összeg, amelyet a cég, várhatóan évről évre nyereségként elkönnyvelhet, ha az adott időszak üzleti körülményei változatlanok maradnak" (*Security Analysis*. 1934-es kiadás, 354. oldal). Előadásaiából egyértelműen kiderül, hogy legalább öt éves időszakokra kívánta alkalmazni a kifejezést. Nagyságrendileg úgy becsülhetjük meg egy vállalat részvényenkénti jövedelmezőképességét, hogy árfolyam/nyeresége hányadosának reciprokát vesszük; egy 11-es P/E hányadosú részvény 9 százalékos (1 osztva 11-gyel) jövedelmezőképességgel rendelkezik. A „jövedelmezőképességet” manapság gyakran „nyereséghezamnak” revezik.

„Biztonsági ráhagyás”- a befektetés központi fogalma

A normális piaci környezetben befektetési céllal vásárolt részvény esetében a biztonsági ráhagyás a részvénytől elvárt, a kötvények hozamát nagymértékben meghaladó jövedelmezőképességben rejlik. Könyvünk korábbi kiadásában a következő számokkal tettük ezt érthetővé:

Képzjük el azt a tipikus esetet, hogy a jövedelmezőképesség az aktuális árfolyamon 9 százalék, a kötvények kamatlába pedig 4 százalék; ebben az esetben a részvényvásárló javára dolgozó átlagos éves ráhagyás 5 százalék. A különbség egy részét osztalék formájában kapja meg, amely - még ha el is költi azt - beszámít a teljes befektetési eredményébe. A fel nem osztott nyereséget a vállalkozásba forgatják vissza a részvényes javára. Az így újrabefektetett nyereség sokszor képtelen a megfelelő arányban növelni a jövedelmezőképességet és a részvény értékét. (Pontosan ezért van a piacnak az a makacs szokása, hogy magasabbra értékeli az osztalékként kiosztott nyereséget, mint annak a vállalkozás által visszatartott részét.)'Am ha egészében nézzük a képet, kellően szoros kapcsolat fedezhető fel a vállalat újrabefektetett nyereségéből származó eredménynövekedés, valamint a vállalat értékének növekedése között.

Tíz év alatta részvényeknek a kötvények kamatát meghaladó jövedelmezőképessége jellemzően a fizetett ár 50 százalékát is elérheti. Ez elegendően nagy szám ahhoz, hogy nagyon is valódi biztonsági ráhagyást biztosítson - ami kedvezőtlen körülmények között megakadályozza, vagy legalábbis minimalizálja a veszteséget. Amennyiben egy hús vagy annál is több részvényből álló diverzifikált portfólió minden papírjában tetten érhető egy ilyen ráhagyás, akkor „viszonylag normális feltételek” között igen nagy lesz a kedvező eredmény elérésének valószínűsége. Ezért nincs szükség különösebb éleslátásra és előrelátásra ahhoz, hogy a reprezentatív részvényekbe való befektetés politikája sikeresnek bizonyuljon. Ha a vételeket a piaci többéves átlagárfolyamain hajtjuk végre, a fizetett ár a megfelelő mértékű biztonsági ráhagyás nyugalmát kell, hogy hordozza. A befektetők számára a veszély abban rejlik, hogy vételeiket a piac felső árszintjein hajtják végre, vagy olyan, nem reprezentatív részvényeket vásárolnak, amelyek a gyengülő jövedelmezőképesség átlagosnál nagyobb kockázatával járnak.

Mi úgy látjuk, hogy az 1972-es piaci környezetben a részvénybefektetés egész problémája abból a tényből fakad, hogy „a jellemző esetben” fizetett árfolyam mellett a jövedelmezőképesség sokkal alacsonyabb, mint 9 százalék.” Tegyük

*** Ezzel a problémával mélyrehatóan foglalkozunk a 19. fejezethez írt kommentárokbán.**

*** Graham egy 1972-ben tartott előadásában elegánsan foglalta össze a most következő fejtegetést: „A biztonsági ráhagyás a részvény vételi árfolyamához viszonyított százalékos nyereség és a kötvények kamatlába közötti különbség, és ez a biztonsági ráhagyás az a különbség, amely a kedvezőtlen fejleményeket elnyeli. Az intelligens befektető 1965-ös kiadásának idején a részvények átlagosan nyereségük 11-szeresén forogtak, ami a kötvényeken elérhető 4 százalékos kamattal szemben 9 százalékos hozamot jelentett. Ebben az esetben 100 százalékot meghaladó biztonsági ráhagyással számolhattunk. Most [1972-ben] nincs különbség a részvények nyereségrátája és a kötvények kamatlába között, és így azt kell mondanom, nincsen biztonsági ráhagyás... negatív biztonsági ráhagyással kell számolnunk a részvények esetében...” Lásd, „Benjamin Graham: Thoughtson Security Analysis” [az Északkelet-Missouri Állami Egyetemen 1972 márciusában tartott előadás szövege], *Finoncial History*, no. 42, 1991. március, 9. oldal.**

Az- intelligens befektető

fel, hogy az óvatos befektető a nagyvállalatok közül az alacsony szorzóval forgó cégekre összpontosítva az előző időszak nyereségük 12-szeresén forgó - vagyis a bekerülési költségükhöz képest 8,33 százalékos nyereséghozamot kínáló - részvényeket vásárol meg. Körülbelül 4 százalékos osztalékhozamra számíthat, az általa részvényvásárlásra fordított összeg 4,33 százalékát pedig az ő érdekében újra befektetik a vállalatokba. Ilyen körülmények között az a többlet, amennyivel a részvények jövedelmezőképessége meghaladja a kötvények kamatlábát - tízéves időszakban gondolkodva - még mindig túl kevés ahhoz, hogy megfelelő mértékű biztonsági ráhagyást jelentsen. Emiatt úgy érezzük, hogy jelenleg még a stabil részvények diverzifikált portfóliója is valós kockázatokat hordoz magában. Ezeket teljes mértékben ellentételezhetik a részvényekben rejlő profitlehetőségek; és a befektetőnek valójában nincs más választása, mint hogy vállalja ezeket a kockázatokat - máskülönben még ennél is nagyobb veszélynek teszi ki magát, nevezetesen annak, hogy portfóliójában kizárólag rögzített értékű papírokat tart, amelyeket a folyamatosan gyengülő dollárban fizetnek vissza számára. Ennek ellenére a befektető jól teszi, ha felismeri és - amennyire csak tudja, bölcsen elfogadja -, hogy az *alacsony végső kockázattal kombinált tisztes profitlehetőségek* régi, jól bevált párosa immár nem érhető el számára.'

Bár valós kockázatról van szó, mégsem a kiváló minőségű részvényekért fizetett túli magas ár az átlagos értékpapír-vásárlót fenyegető legfőbb veszély. Sokéves tapasztalataink azt mutatják, hogy a befektetők legnagyobb veszteségei arra vezethetők vissza, hogy kedvező piaci időszakban *gyenge minőségű* papírokat vásárolnak. A vevők a jelenlegi jó vállalati eredményeketa „jövedelmezőképességgel” egyenértékűnek tekintik, a prosperitást pedig a biztonság szinonimájaként említik. Ezek azok az évek, amikor az alacsony besorolású kötvényeket és elsőbbségi részvényeket névérték körüli áron lehet eladni a nagyközönségnek, mert kicsivel nagyobb hozamot vagy csalókan vonzó átváltási jogosultságot ígérnek. Az is ilyenkor fordulhat elő, hogy az ismeretlen vállalatok részvényeit - két vagy három év kiváló növekedési ütemére építve - a kézzelfogható értéknél jóval magasabb árfolyamon lehet kibocsátani.

Ezek az értékpapírok a fogalom egyetlen elfogadható értelme szerint sem hordoznak megfelelő mértékű biztonsági ráhagyást. A kamatkötelezettségek és az elsőbbségi osztalékok fedezetét többéves időszakban kell vizsgálni, amely ideális esetben olyan gyengébb üzleti periódust is tartalmaz, mint amilyen az 1970-71-es. Alapesetben ugyanez igaz a törzsrészvényekre jutó nyereségre is, amennyiben a jövedelmezőképesség indikátoraként kívánjuk igénybe venni. Ebből az következik, hogy a napsütéses időszakban, napsütéses áron megszerzett befektetések zavarba ejtő árfolyamvesztésre vannak kárthatva, amint az égbolt befelhősödik - sőt, gyakran már azt megelőzően is. A befektető a visszaesést követő fellendülésre sem számíthat nagy bizonyossággal - noha ez az esetek bizonyos arányában valóban bekövetkezik -, mivel soha nem rendelkezett a negatív fejlemények elviselését lehetővé tévő, valódi biztonsági ráhagyással.

* Ez a - Graham által 1972 elején írt - bekezdés hátborzongatóan pontos jellemzése a 2003 elején fennálló piaci körülményeknek (További részletekért lásd a 3. fejezethez írt kommentárokat.)

„Biztonsági ráhagyás”- a befektetés központi fogalma

A növekedési részvényekbe való befektetés részben egybecseng, részben pedig szembemegy a biztonsági ráhagyás elvével. A növekedési részvény vásárlója olyan vélt jövedelmezőképességre támaszkodik, amely az átlagos múltbeli növekedést meghaladja. így mondhatnánk, hogy a biztonsági ráhagyása kiszámításakor a múltbeli eredményeket a várt nyereségekkel helyettesíti. A befektetéselemletben semmi nem szól amellett, hogy a megalapozottan előre jelzett jövőbeli nyereség kevésbé megbízható iránymutató lenne, mint a pusztán múltbeli eredmények; sőt, az értékpapír-elemzés valójában egyre inkább a jövő hozzáférhető módon elvégzett értékelése felé tart. így a növekedési részvények megközelítése éppen olyan megbízható biztonsági ráhagyással szolgálhat, mint a hagyományos befektetésekhez kiszámított - feltéve persze, hogy a jövőre vonatkozó számításokat konzervatív módon végezzük el, és a fizetett árhoz viszonyítva kielégítő biztonsági ráhagyást kapunk eredményül.

A növekedési részvények veszélye pontosan ebben rejlik. A piac ugyanis hajlamos az ilyen felkapott részvényeknek olyan árfolyamot megállapítani, amely a jövőbeli nyereség *konzervatív* előrejelzése által nem védhető. (A körülmények befektetés alapszabálya, hogy minden olyan becslésnek, amely a múltbeli eredményektől eltér, legalább enyhén alá kell lónie.) A biztonsági ráhagyás mindig a fizetett ártól függ. Az egyik árnál nagy lesz, egy magasabb árnál kisebb, egy még magasabb árnál pedig akár teljesen el is tűnhet. Ha - ahogy azt mi sugalljuk - a növekedési részvények átlagos piaci árszintje túl magas ahhoz, hogy megfelelő mértékű biztonsági ráhagyással örvendeztesse meg a vevőt, akkor a diverzifikált vásárlás egyszerű módszere nem lesz alkalmazható ezen a területen. Az előrelátás és értéktétel különleges fokára lesz szükség ahhoz, hogy a bölcsen kiválogatott egyedi papírokkal leküzdhetőek legyenek az ilyen papírok egészére jellemző árszintben rejlő kockázatok.

Sokkal kézzelfoghatóbbá válik a biztonsági ráhagyás elve, ha az alulértékelt vagy alkalmi vételt kínáló értékpapírok területére alkalmazzuk. Ezek esetében - definíció szerint - számunkra kedvező különbség áll fenn egyrészt az ár, másrészt pedig a kimutatott vagy becsült érték között. Ez a különbség a biztonsági ráhagyás, amely alkalmas arra, hogy elnyelje hibás számításaink vagy az átlagosnál rosszabb szerencse hatását. Az alkalmi vételek vásárlója különösen fontosnak tartja, hogy a befektetés képes legyen ellenállni a negatív fejleményeknek, hiszen az esetek többségében nem különösebben lelkesedik a vállalat kilátásait illetően. Igaz, ha ezek a kilátások egyértelműen rosszak, akkor a befektető - az alacsony ártól függetlenül - inkább kerülni fogja a papírt. Ám az alulértékelt részvények azon rengeteg vállalat közül kerülnek ki, amelyek jövője sem különösebben ígéretesnek, sem különösebben borúsoknak nem tűnik. Ha ezeket alkalmi vételként vásároljuk meg, a jövedelmezőképesség mérsékelt visszaesése még nem fogja szükségszerűen azt jelenteni, hogy nem érhetünk el kielégítő eredményt befektetésünkön. Ebben az esetben a biztonsági ráhagyás pontosan a neki szánt célt fogja betölteni.

A diverzifikálás elmélete

Szoros, logikus kapcsolat áll fenn a biztonsági ráhagyás fogalma és a diverzifikálás elve között. Kölcsönös összefüggésben vannak egymással. Még a befektetőt szolgáló ráhagyás megléte esetén is előfordulhat, hogy az egyes értékpapírok eredménye rosszul alakul. Hiszen a ráhagyás csupán azt garantálja, hogy jobb esély van nyereségre, mint veszteségre - nem pedig azt, hogy a veszteség lehetetlen. Ám a portfólióban lévő papírok számának növekedésével egyre biztosabbá válik, hogy a nyereségek összege felülmúlja a veszteségeket. Ez az egyszerű alapja a biztosítási iparágak is.

A diverzifikálás a konzervatív befektetés elfogadott alaptétele. Azzal, hogy ilyen általánosan elfogadják, a befektetők tulajdonképpen a biztonsági ráhagyás elvének az elfogadásáról adnak tanúbizonyságot, hiszen a diverzifikálás azzal kéz a kézben jár. A dolog lényegét szemléletesebben mutathatjuk be a rulett matematikája segítségével. Ha valaki egy dollárt tesz valamelyik számra, 35 dollár nyereséget fizetnek neki, ha az a szám jön ki - ám 37 az 1-hez az esélye, hogy veszíteni fog. „Negatív biztonsági ráhagyással” játszik. Esetében a diverzifikálás értelmetlen. Minél több számot tesz meg, annál kisebbek az esélyei, hogy nyereséggel fejezheti be a játékot. Ha rendszeresen egy dollárral fogad minden számra (köztük a 0-ra és a 00-ra is), biztos, hogy minden pörgetésnél két dollárt fog veszíteni. De tegyük fel, hogy a nyertes 35 helyett 39 dollár nyereséget kap, ha eltalálja a számot. Ekkor kicsiny, de fontos biztonsági ráhagyással rendelkezik. Így minél több számra tenne, annál jobb lennének az esélyei. És minden pörgetésnél biztosan nyerne két dollárt egyszerűen azzal, hogy az összes számra egy dollárt rak. (A két példánk mellesleg a 0-st és 00-st tartalmazó rulettasztal] tulajdonosának, illetve játékosának helyzetét mutatja be.)*

Egy, a befektetést a spekulációtól megkülönböztető feltétel

Mivel nem létezik egyetlen, általánosan elfogadott meghatározása a befektetésnek, a szaktekintélyek lényegében tetszés szerint definiálják a fogalmat. Sokan közülük tagadják, hogy bármilyen hasznos vagy megbízható különbség létezik a befektetés és a spekuláció fogalmai között. Mi személy szerint feleslegesnek és károsnak találjuk ezt a szkepticizmust. Káros, mert bátorítja a sok emberben

* Az „amerikai” rulettben a legtöbb kerék az 1 és 36 közötti, valamint a 0 és a 00 számokat tartalmazza, így a golyó összesen 38 helyre mehet. A kaszinó maximális kifizetési rátája 35 az 1-hez. Mi történik, ha minden számra egy dollárt teszünk? Mivel egy pörgetésnél legfeljebb egy szám jöhet ki, 35 dollárt kapunk a kihúzott számért, de a többi 37 szám mindegyikén egy-egy dollárt veszítünk, ami nettó két dolláros veszteséget jelent. Ez a két dolláros (vagy a teljes, 38 dolláros fogadáson számolva 5,26 százalékos) különbség a kaszinó előnye, amely biztosítja, hogy a rulettjátékosok *átlagosan* mindig többet veszítenek, mint nyernek. Miként a rulettjátékos érdeke, hogy a lehető legritkábban fogadjon, a kaszinó érdeke az, hogy a rulettkerék mindig forogjon. Hasonlóképpen az intelligens befektetőnek is azon papírok számát kell maximalizálnia, amelyek „jobb esélyt kínálnak a nyereségre, mint a veszteségre”. A befektetők többségének a diverzifikálás a legegyszerűbb és legolcsóbb módja a biztonsági ráhagyás megnövelésének.

„Biztonsági ráhagyás”- a befektetés központi fogalma

születésük óta benne rejlt, a részvénytőpiaci spekuláció izgalma és veszélyei iránt érzett vonzalmat. Azt gondoljuk helyette, hogy a biztonsági ráhagyás fogalmának kiváló hasznát vehetjük a befektetési és a spekulatív műveletek közötti határvonal meghúzásában.

A spekulánsok többsége valószínűleg úgy véli, hogy az esélyek mellettük szólnak, amikor szerencsét próbálnak, és ezért biztonsági ráhagyásra tarthatnak igényt ügyleteikben. Mindegyiküknek az az érzése, hogy az idő kedvező a vételre, vagy hogy az ő képességei jobbak, mint a tömegéi, vagy pedig az ő tanácsadója vagy rendszere a többiekénél megbízhatóbb. Ám érvelésük nem meggyőző. Szubjektív értékítéletre támaszkodnak, amelyet sem bizonyítékok, sem bizonyító erejű érvelés nem támaszt alá. Őszinte kétségeink vannak azt illetően, hogy valakiről, aki azon véleménye alapján teszi kockára a pénzét, hogy a piac felfelé vagy éppen lefelé tart, bármikor is elmondható, hogy - a fogalom valamilyen használható értelmében - a biztonsági ráhagyás védelmét élvezzi.

Ezzel szemben a biztonsági ráhagyás befektetők által használt fogalma - miként azt a fejezet korábbi részében kifejtettük - statisztikai adatokból kiinduló egyszerű és egyértelmű matematikai érvelésen alapul. Hiszünk abban, hogy a gyakorlati befektetési tapasztalat is kiválóan alátámasztja. Nem létezik arra vonatkozóan garancia, hogy ez a fundamentális kvantitatív megközelítés a jövő ma még ismeretlen körülményei között is kedvező eredményeket fog felmutatni. Ám ugyanígy pesszimizmusra sincsen okunk a működőképességét illetően.

Így összefoglalva azt kell mondanunk, hogy valódi befektetés nem létezhet valódi biztonsági ráhagyás megléte nélkül. Ez utóbbi pedig számokkal, meggyőző érveléssel és tényleges tapasztalatra való hivatkozással mutatható ki.

A befektetés fogalmának kiterjesztése

Nem zárhatjuk le a biztonsági ráhagyás elvének tárgyalását, míg fel nem hívjuk a figyelmet a hagyományos és a nem hagyományos befektetések közötti különbségre. A hagyományos befektetések az átlagos portfólió számára megfelelőek. Mindig is ebbe a kategóriába tartoztak és tartoznak az amerikai kormányzat állampapírjai, valamint a kiváló besorolású, osztalékot fizető törzsrésztvények. Ide sorolhatjuk még az állami és önkormányzati kötvényeket azok kedvéért, akiknek előnyük származik ezek adómentességéből. Ide tartoznak továbbá a kiváló minősítésű vállalatok kötvényei, amikor - mint ahogyan most is - megvételük az amerikai takarékkötvényeknél lényegesen nagyobb hozammal kecsegtet.

A nem hagyományos befektetések a vállalkozó szellemű befektetőknek valók. Igen széles a spektrumuk. Legátfogóbb kategóriájuk a második vonalbeli vállalatok alulértékelt részvényei, amelyeket akkor ajánlunk vételre, ha kimutatott értékük kétharmadáért vagy az alatt vásárolható meg. Ezek mellett gyakran a közepes besorolású vállalati kötvények és az elsőbbségi részvények széles választéka is ide tartozik, amikor olyan nyomott áron forognak, hogy nyilvánvaló értékükhöz képest jelentős kedvezményrel szerezhető meg. Ezekben az esetekben az átlagos

Az-intelligens befektető

befektető hajlik arra, hogy spekulatívnak nevezze ezeket az értékpapírokat, mert véleménye szerint a kiváló minősítés hiánya esetükben a befektetésre érdemes jelző hiányával egyenértékű.

Érvelésünk szerint a kellően alacsony ár stabil befektetési lehetőséggé minősítheti a közepes minőségű értékpapírt - feltéve, hogy a vevő tájékozott és tapasztalt, illetve megfelelő diverzifikálást hajt végre. Hiszen ha az árfolyam kellően alacsony ahhoz, hogy elegendő biztonsági ráhagyást képezzen, az értékpapír meg fog felelni a befektetéssel kapcsolatos kritériumunknak. Az ezt alátámasztó kedvenc példánkat az ingatlan kötvények területéről vettük. Az 1920-as években több milliárd dollár értékben értékesítettek ilyen értékpapírokat névértéken, és széles körben ajánlották őket stabil befektetésként. Nagy részüknél az adósság feletti érték olyan kicsiny volt, hogy valójában igen spekulatív karakterűnek minősültek. Az 1930-as évek válságában e kötvények igen nagy aránya nem tudott kamatot fizetni, és árfolyamuk összezuhant - sok esetben egy darab egy dollár névértékű kötvény kevesebb mint 10 centet ért. Ezen a ponton a tanácsadók, akik névértéken biztonságos befektetésként ajánlották a kötvényeket, rendkívül spekulatívnak és egyáltalán nem vonzóknak minősítették őket. Ám árfolyamuk körülbelül 90 százalékos csökkenése szerfelett vonzóvá és kellően biztonságossá tette ezen értékpapírok jó részét - hiszen a mögöttük álló érték négy-ötszörösen meghaladta a piaci árfolyamukat.*

A tény, hogy ezeknek a kötvényeknek a megvétele végül „nagy spekulatív profitnak” nevezett eredménnyel járt, nem jelenti azt, hogy alacsony árfolyamukon nem rendelkeztek a valódi befektetés jellemzőivel. A „spekulatív profit” a vevő jutalma volt azért, hogy szokatlanul elmés befektetést hajtott végre. Jogosan nevezhetők *befektetési* lehetőségeknek, hiszen egy alapos elemzés kimutatta volna, hogy az árfolyam feletti értéktöbblet jelentős biztonsági ráhagyást eredményezett, így a „napsütéses időszak befektetési”, amelyeket feljebb a naiv értékpapírvásárlók komoly veszteségeinek elsődleges forrásaként említettünk, számos stabil profitlehetőséget kínálnak a kifinomult befektető számára, aki később vásárolja meg őket, a reális értékükhöz sokkal közelebbi áron.”

A „különleges helyzetek” teljes kategóriája a befektetési műveletek általunk alkotott definíciója alá esik, hiszen a vételt minden esetben alapos, a fizetett árnál

* Graham azt állítja ezzel: nem létezik olyan, hogy jó vagy rossz részvény; kizárólag olcsó és drága részvények vannak. Még a legjobb vállalat papírját is el kell adni, ha árfolyama túlzottan felmegy, míg a legrosszabb vállalatot is megéri megvásárolni, ha részvényének árfolyama eléggé lemegy.

** Ugyanazok az emberek, akik „holtbiztosrak” vélték a technológiai és telekommunikációs részvényeket 1999 végén és 2000 elején, amikor azok borzalmasan túl voltak árazva, „túl kockázatosnak” bélyegezték őket 2002-ben - annak el lenére, hogy Graham egy korábbi időszakra vonatkozó megállapítása szerint, árfolyamuk körülbelül 90 százalékos csökkenése szerfelett vonzóvá és kellően biztonságossá tette ezen értékpapírok jó részét”. Hasonlóképpen a Wall Street-i elemzők is hajlamosak akkor „jó vételnek” minősíteni egy részvényt, amikor annak árfolyama magas, és eladásra javasolni, miután a rfolyama csökkent - vagyis pontosan az ellenkezőjére annak, amit Graham (és egyszerűen a józan ész) diktálna. Ahogy az egész könyvben teszi, Graham különbséget tesz a spekuláció-vagyis az annak reményében történő vétel, hogy a részvényárfolyama továbbra is emelkedik - és a befektetés között, amely utóbbi a mögöttes vállalkozás értéke alapján történő vásárlás.

„Biztonsági ráhagyás"- a befektetés központi fogalma

magasabb árfolyamon történő értékesíthetőséget ígérő elemzés előzi meg. Itt is igaz, hogy minden egyedi esetben valódi kockázati tényezők állnak fenn, ám ezeket figyelembe vesszük számításainkban, és a diverzifikált ügyletek összesített eredménye elnyeli őket.

Annak érdekében, hogy logikailag szélsőséges példával támasszuk alá ezt a gondolatmenetet, kijelentjük, hogy kellően indokolható befektetési ügylet lehet az, ha olyan nem kézzelfogható értékkel rendelkező értékpapírokat vásárolunk, mint amilyen a törzsrészesvények történelmi mélyponton forgó „opciós utalványainak" egy csoportja. (Ezt a példát bizonyos szempontból megdöbbentésnek szánjuk.)* Ezeknek a részvényutalványoknak a teljes értéke azon a lehetőségen alapul, hogy a hozzájuk kötődő részesvények árfolyama egy napon meghaladhatja az opciós árat. Jelen pillanatban nem rendelkeznek lehívható értékkel. Mégis, mivel minden befektetés ésszerű jövőbeli várakozásokra épít, azon matematikai esély szerint kell tekinteni ezekre a részvényutalványokra, hogy valamely jövőbeli bika piac nagy növekedést eredményez számított értékükben és árfolyamukban. Egy ilyen elemzés könnyedén zárulhat azzal a következtetéssel, hogy egy ilyen ügyleten sokkal többet nyerhetünk, mint veszíthetünk, illetve a végső nyereség esélyei sokkal jobbak, mint a végső veszteségei. Márpedig ha ez így van, akkor a biztonsági ráhagyás ebben a nem megnyerő értékpapírtípusban is megtalálható. A kellően vállalkozó szellemű befektető ekkor részvényutalvány-ügyletekkel is színesítheti nem hagyományos befektetéseinek elegyét.

Összefoglalás

A befektetés akkor a legintelligensebb, amikor a leginkább *üzletszerű*. Megdöbbentő, hogy milyen sok tehetséges üzletember próbál meg úgy eredményt elérni a Wall Streeten, hogy teljes mértékben figyelmen kívül hagyja a szilárd elveket, amelyek saját vállalkozásában sikeressé tették. Pedig minden egyes vállalati értékpapírra célszerű először úgy tekinteni, mintha az tulajdonosi érdekeltség volna adott üzleti vállalkozásban, illetve követelés vele szemben. És amennyiben valaki azt a célt tűzi maga elé, hogy nyereséget érjen el az értékpapírok vételéből és eladásából, voltaképpen saját üzleti vállalkozásba fog, amelyet - a siker esélye érdekében - az elfogadott üzleti elvek szerint kell működtetni.

Az első és legnyilvánvalóbb ilyen elv: „Tudd, hogy mit csinálsz - ismerd az üzleted." A befektető olvasatában ez a következőt jelenti: ne próbáljunk meg „üzleti nyereséget" - vagyis a normális kamat- és osztalékjövedelem feletti hozamot - elérni az értékpapírokon, kivéve, ha legalább annyira ismerjük az értékpapírok értékét, mint amennyit a gyártani vagy forgalmazni szándékozott árucikk értékéről tudnunk kellene.

* Graham a „részvényutalvány" szinonimájaként használja a „törzsrészesvények opciós utalványa" kifejezést. Ezek a vállalatok által kibocsátott értékpapírok jogot biztosítanak tulajdonosuknak, hogy meghatározott árfolyamon vásároljon a vállalat részvényeiből. A részvényutalványokat mára már szinte teljesen kiszorították a részvényopciók. Graham évődve megjegyzi, hogy „megdöbbentésnek" szánja a példát, mert a részvényutalványok még az ő korában is a piac egyik legingoványosabb területének számítottak. (Lásd a 16. fejezethez írt kommentárokat.)

Az- intelligens befektető

Egy második üzleti elv: „Ne engedd, hogy más irányítsa üzletedet, kivéve, ha (1) megfelelő gondossággal és szakértelemmel tudod felügyelni a teljesítményét, vagy (2) szokatlanul komoly okod van arra, hogy teljes bizonyosságban légy tisztességét és képességeit illetően." Ez a szabály határozza meg a befektető számára, hogy milyen feltételek mellett engedheti meg bárkinek is, hogy eldöntse, mit tegyen ő a saját pénzével.

Egy harmadik üzleti elv: „Mindaddig ne kezdj üzleti tevékenységbe - vagyis valamilyen termék gyártásába vagy forgalmazásába -, amíg a megbízható számítások azt nem mutatják, hogy kellő esély kínálkozik tisztességes nyereség elérésére. Különösképpen óvakodj az olyan üzletektől, amelyekben keveset lehet nyerni és sokat veszíteni." A vállalkozó szellemű befektető számára ez azt jelenti, hogy a nyereségszerzést célzó ügyleteit ne az optimizmusra, hanem matematikai számításokra alapozza. Minden befektetőre érvényes viszont az, hogy amikor alacsony értéken korlátozza hozamát - ahogy az például korábban a hagyományos kötvények vagy az elsőbbségi részvények esetében fennállt -, akkor meggyőző bizonyítékot kell követelnie arra vonatkozóan, hogy ezzel nem kockáztatja alapítókéjének jelentős részét.

Egy negyedik üzleti szabály már pozitívabb: „Bízz tudásodban és tapasztalásodban! Amennyiben valamilyen következtetést vontál le a tényekből, és tudod, hogy ítéleted megalapozott, akkor cselekedj annak megfelelően - még akkor is, ha mások haboznak, vagy másként gondolják." (Önmagában attól, hogy a tömeg másképpen gondolja, még sem igazunk nem lesz, sem tévedni nem fogunk.) Ugyanígy az értékpapírok világában is, a megfelelő tudás és a megalapozott ítélet *után* a bátorság a legfőbb erény.

Szerencsére az átlagos befektető sikeréhez semmiképpen nem szükséges mindezekkel az erényekkel rendelkezni -*feltéve* persze, hogy lehetőségeinek megfelelően korlátozza ambícióit, és az óvatos befektetések biztonságos és keskeny mezsgyéjén belül marad. *Kielégítő* befektetési eredményeket könnyebb elérni, mint azt a legtöbben gondolják; *kiváló* eredményeket elérni pedig nehezebb, mint amilyennek látszik.

Kommentár a 20. fejezethez

Ha a végtelen lehetőségek világegyetemében nem sikerül előre látnunk az előre láthatatlant vagy felkészülni a váratlanra, olyan valaki vagy valami kényére-kedvére szolgáltatók ki -magunkat, amely-nem irányítható, nem besorolható, és nem könnyen megismerhető.

(Fox Mulder ügynök, X-akták)

Először is ne veszíts!

Mi a kockázat?

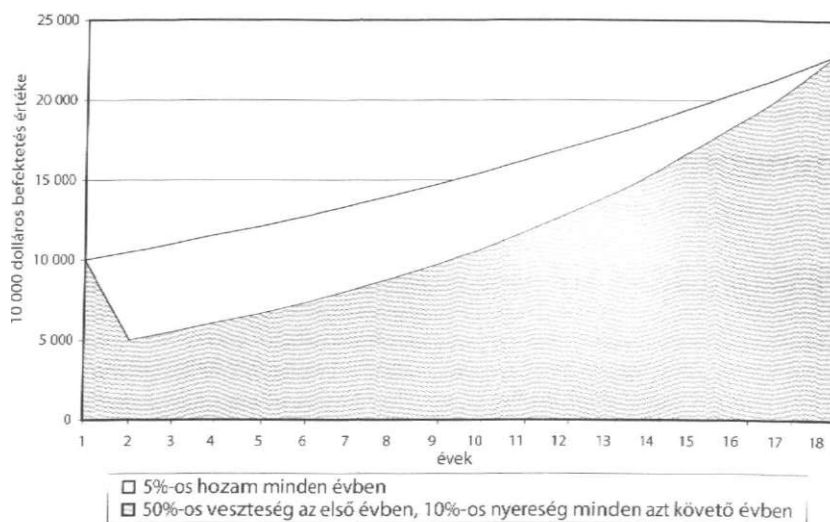
Attól függően, hogy kinek és mikor tesszük fel ezt a kérdést, különböző válaszokat fogunk kapni. 1999-ben a kockázat nem azt jelentette, hogy pénzt veszítünk, hanem azt, hogy bárki másnál kevesebbet nyerünk. Az emberek leginkább attól tartottak, hogy egy kerti partin olyan valakibe botlanak, aki még náluk is gyorsabban gazdagodott meg a dotkom részvények napon belüli kereskedéséből. Majd viszonylag hirtelen, 2003-ra a kockázat azt jelentette, hogy a részvénypiac tovább folytatja lejtmenetét, míg megmaradt vagyonunk utolsó morzsáit is meg nem semmisíti.

Bár jelentése majdnem olyan változékonyak és ingadozóknak tűnhet, mint maguk a pénzügyi piacok, a kockázat néhány mélyreható és állandó tulajdonsággal bír. Szinte kivétel nélkül a bika piac idején a legnagyobb tétellel játszó és a legnagyobb nyereséget elérő emberek közül kerülnek ki azok, akiket a legsúlyosabban érint a szükségszerűen bekövetkező medve piac. (Az, hogy „igazuk” van, még mohóbbá teszi a spekulánsokat, és még nagyobb kockázat vállalására bátorítja őket, ahogy önbizalmuk a csillagos éjig növekszik.) És ha egyszer sok pénzt veszítünk, akkor még keményebben kell kockáztatni ahhoz, hogy visszajussunk oda, ahol egyszer voltunk; ahogy teszi ezt az a szerencsétlen lóverseny- vagy kaszinójátékos, aki minden elveszített fogadás után kétségbeesetten duplázza a tétet. Ha nem vagyunk kivételesen szerencsések, akkor ez a recept katasztrófához vezet. Nem csoda, hogy amikor arra kérték, hogy foglalja össze mindazt, amit hosszú karrierje során a meggazdagodásról megtudott, J. K. Klingenstein, a Wertheim & Co. befektetési cég egyik alapítója egyszerűen így felelt: „Ne veszíts!”¹ A következő ábrán láthatjuk, hogy mire gondolt:

¹ Charles Ellis befektetési tanácsadó elmondásában, Jason Zweig, „Wall Street's Wisest Man”, *Money*, 2001. június, 49-52. oldal.

Kommentár a 19. fejezethez

20.1. ábra: A veszteség ára



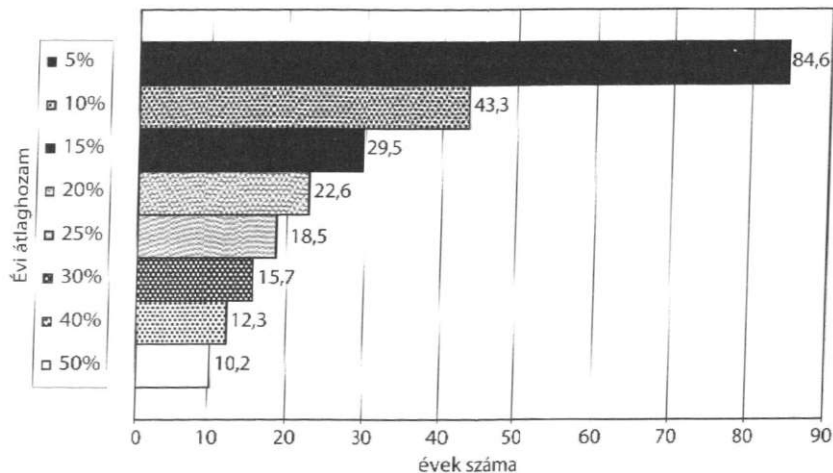
Képzelnék el, hogy találunk egy részvényt, amelyről azt gondoljuk, hogy annak ellenére évi 10 százalékot tud növekedni, hogy a piac csak évi 5 százalékkal gyarapszik. Sajnos annyira lelkesek vagyunk, hogy túl magas árat fizetünk a papírárt, és a részvény az első évben elveszíti értékének 50 százalékát. Még ha ezt követően a részvény a piac hozamának kétszeresét hozza is, **több mint 16 évig** tart, amíg utoléri a piacot - pusztán azért, mert túl sokat fizettünk és veszítettünk az elején.

A befektetés szükségszerű velejárója, hogy *valamennyi* pénzt elveszítünk, és ez ellen nincs is mit tennünk. Ám ahhoz, hogy intelligens befektetők legyünk, felelősségünk gondoskodni arról, hogy soha ne veszítsük el pénzünk *nagy részét vagy egészét*. A gazdagság hindu istennőjét, Lakshmit gyakran lábujjhegyen állva ábrázolják, mint aki készen áll arra, hogy szempillantás alatt elillanjon. Hogy szimbolikusan a helyén tartsák, Lakshmit a hívei kikötözik, vagy a talajhoz szögelik a lábát. Graham „biztonsági ráhagyása” ugyanezt a funkciót látja el az intelligens befektető számára: azzal, hogy nem vagyunk hajlandók túl sokat fizetni bármely befektetésért, minimálisra csökkentjük annak esélyét, hogy vagyonunk eltűnik, vagy hirtelen a semmibevész.

Gondoljunk bele a következőkbe: az 1999 decemberében véget ért négy negyedévben a JDS Uniphase Corp., egy száloptikával foglalkozó vállalat 673 millió dollár bevételt ért el, amelyen 313 millió dollár veszteséget volt kénytelen elkönyvelni. Anyagi eszközei 1,5 milliárd dollárra rúgtak. Ennek ellenére 2000. március 7-én a JDS Uniphase részvényei 153 dolláros árfolyamcsúcson tetőztek, így a vállalat teljes piaci értéke nagyjából 143 milliárd dollárt tett ki.² Majd az „új korszak” legtöbb részvényéhez hasonlóan ez is összeomlott. Aki aznap megvásárolta a papírt, és mind a mai napig kitarthatott mellette, az alábbi kilátásokkal volt kénytelen szembesülni 2002 végén:

² A JDS Uniphase részvényeinek árfolyamát a későbbi felaprózásoknak megfelelően kiigazítottuk.

20.2. ábra: Még nullába kerülni is igen nehéz



Ha 2000. március 7-én, 153,421 dolláros árfolyamcsúcsán vásároltunk JDS Uniphase-részcéget, és 2002 végén még tartottuk a papírokat (amikor azok 2,47 dolláron zártak), akkor mennyi ideig tartott volna különböző évi átlaghozamok mellett, hogy visszajussunk a vételi árhoz?

Még az igen tiszteletre méltó 10 százalékos éves hozam mellett is több mint 43 évig tartana, hogy nullába kerüljünk egy ilyen túlárazott vétellel!

A kockázat nem a részvényeinkben, hanem saját magunkban rejlik

A kockázat máshol is tetten érhető: saját magunkban. Ha túlbecsüljük, hogy valójában mennyire értünk a befektetéshez, vagy túlértékeljük azon képességünket, hogy mennyire tudjuk átvészelni az átmeneti árfolyameséseket, akkor mindegy, milyen papírjaink vannak, vagy hogyan alakul a piac. A pénzügyi kockázat végeredményben nem abban rejlik, hogy milyen befektetésekkel rendelkezünk, hanem abban, hogy milyen típusú befektető vagyunk. Ha tudni szeretnénk, valójában mi a kockázat, menjünk a fürdőszobába, és nézzünk bele a tükörbe. *Ez a kockázat*-ami a tükörből visszánéz ránk.

Mit keressünk a tükörből ránk visszánéző arcmásunkon? A Nobel-díjas pszichológus, Daniel Kahneman két olyan tényezőről beszél, amely a jó döntésekre jellemző:

- „**jól kalibrált magabiztosság**” (Olyan jól értek a befektetésekhez, mint ahogy gondolom?)
- „**helyesen előre jelzett megbánás**” (Hogyan fogok reagálni, ha az elemzésem tévesnek bizonyul?)

Azt kiderítendő, hogy magabiztosságunk jól kalibrált-e, nézzünk a tükörbe, és tegyük fel magunknak a kérdést: „Mekkora a valószínűsége annak, hogy az elemzésem helyes?” Gondoljunk végig alaposan az alábbi kérdéseket:

Kommentár a 19. fejezethez

- Mennyi tapasztalattal rendelkezem? Milyen eredményeket tudok felmutatni a hasonló múltbeli döntéseimnél?
- Milyen jellemző eredményt tudnak felmutatni a többiek, akik a múltban megpróbáltak ezzel?³
- Ha vásárolok, valaki más elad. Mennyire valószínű, hogy én tudok valamit, amit ez a másik személy (vagy cég) nem tud?
- Ha eladok, valaki más vásárol. Mennyire valószínű, hogy én tudok valamit, amit ez a másik személy (vagy cég) nem tud?
- Kiszámoltam, hogy mennyit kell ennek a befektetésnek felmennie ahhoz, hogy az adók és a kereskedési költségek figyelembevételével legalább nullába kerüljek?

Most pedig nézzünk újra a tükörbe, hogy megtudjuk, vajon azok közé tartozunk-e, akik helyesen tudják előre jelezni megbánásukat. Kezdjük ezzel a kérdéssel: „Teljes mértékben tisztában vagyok annak következményeivel, ha elemzésem tévesnek bizonyul?” Válaszoljunk a kérdésre az alábbiak gondos mérlegelésével:

- Ha igazam van, sok pénzt kereshetek. De mi lesz, ha tévedek? A hasonló befektetések historikus teljesítménye alapján mennyit *veszíthetek*?
- Léteznek-e más befektetésem, amelyek segítségével átvészelem, ha ez a döntésem hibásnak bizonyul? Vannak már a birtokomban olyan részvények, kötvények vagy befektetési alapok, amelyek bizonyíthatóan felfele mennek, amikor az ilyen típusú befektetés, amelyen most gondolkodom, lefelé tart? Tőkémm túl nagy részét kockáztatom ezzel az új befektetéssel?
- Amikor azt mondom magamnak, hogy „nagyfokú kockázattűréssel rendelkezem”, honnak tudom ezt? Veszítettem már valaha jelentős pénzüsszeget valamely befektetéssel? Hogyan éreztem akkor? Még többet vettem belőle, vagy inkább kiszálltam?
- Kizárólag az akaraterőmre támaszkodom, amely megvéd majd attól, hogy pánikba essek a nehéz időkben? Vagy már előre kontrolláltam a viselkedésemet azzal, hogy diverzifikáltam, befektetői szerződést írtam alá, és költségátlagolásos módszert követek?

Egyetlen pillanatra sem szabad elfelejteni azt, amit Paul Slovic pszichológus a következőképpen fogalmaz meg saját szavaival: „a kockázat két, egyforma dózisu összetevőből ered - a lehetőségekből és a következményekből”.⁴ Mielőtt befektetnénk, bizonyosodjunk meg arról, hogy reálisan értékeltük annak lehetőségét, hogy igazunk van, *valamint* azt, hogy miként fogunk reagálni annak következményeire, ha esetleg még sincs igazunk.

³ Aki alaposan utánajár ennek a kérdésnek, és őszintén elfogadja az így kapott választ, soha nem fog napon belül kereskedni vagy IPO-kat vásárolni.

⁴ Paul Slovic, „Informing and Educating the Public about Risk”, *Risk Analysis*, vol. 6, no. 4 (1986), 412. oldal.

Pascal fogadása

Peter Bernstein, a befektetési pszichológus máshogyan foglalta ezt össze. Blaise Pascalra, a kiváló francia matematikusra és teológusra (1623-1662) hivatkozott, aki olyan gondolat kísérletet folytatott, amelyben egy agnosztikusnak abban kell fogadnia, hogy Isten létezik-e vagy sem. A fogadásra tétként az életvitelét kell feltennie; a fogadás nyeresége pedig lelkének a földi élete utáni sorsa. Ebben a fogadásban, állapítja meg Pascal, „az értelem nem képes eldönteni” Isten létezésének valószínűségét. Isten vagy létezik, vagy nem - és csak a hit képes megválaszolni ezt a kérdést, az értelem nem. Ám amíg Pascal fogadásában a valószínűségek teljes mértékben a fej vagy írás játékaival egyenértékűek, a következmények egyértelműek és teljesen biztosak. Bernstein így magyarázza:

Tegyük fel, hogy úgy cselekszünk, mintha Isten létezne, és erénnyel és lemondással teli életet folytatunk, amikor valóban Isten nincs. Az életről néhány örömforrásáról lemondunk, de azért valamennyi jutalmat is kapunk. Most tétellezzük fel azt, hogy úgy cselekszünk, mintha Isten nem lenne, és bűnnel, önzőséggel és paráznasággal teli életet élünk, amikor Isten valójában létezik. Szórakozással és izgalmakkal teli lehet életünk egy viszonylag rövid időtartama, ám az utolsó ítélet napján kiderül, hogy komoly bajban vagyunk.⁵

Bernstein az alábbi következtetéseket vonja le: „Ha bizonytalan körülmények között kell döntéseket hoznunk, a következményeknek kell uralkodniuk a valószínűségek felett. A jövőt soha nem ismerjük.” Így, miként erre Graham könyve minden fejezetében emlékeztetett bennünket, az intelligens befektetőnek nem csupán arra kell összpontosítania, hogy a helyes elemzéshez jusson. Biztosítanunk kell magunkat azokkal a veszteségekkel szemben, amelyek akkor merülnek fel, ha az elemzés hibásnak bizonyul - hiszen még a legjobb elemzések is hibásak lehetnek legalább az idő egy részében. Annak gyakorlatilag 100 százaléka a valószínűsége, hogy legalább egy hibát elkövetünk befektetői életünk valamely pontján, és ezt az eshetőséget egyáltalán nem tudjuk kontroll alatt tartani. A tévedés következményeit azonban igenis kontrollálni *tudjuk*. Sok „befektető” gyakorlatilag az összes pénzt dotkom részvényekbe tette 1999-ben; egy, a *Money* magazin által 1999-ben, 1338 amerikai körében végzett online felmérés szerint közel tizedük legalább pénze 85 százalékát internetes részvényekben tartotta. Figyelmen kívül hagyva Graham biztonsági ráhagyásra vonatkozó intését, ezek az emberek Pascal fogadásának rossz oldalára álltak. Azt gondolván, hogy ismerik annak valószínűségét, hogy igazuk van, semmit nem tettek annak érdekében, hogy megvédjék magukat tévedésük következményeitől.

Egyszerűen azzal, hogy portfóliókat állandóan diverzifikáltan tartjuk, és visszautasítva azt, hogy pénzt dobjunk ki Piac úr legújabb, legőrültebb hóbortjaira, biztosíthatjuk, hogy tévedéseink következményei soha ne legyenek katasztrofálisak. Mindegy, hogy Piac úr mivel ver meg, csendes magabiztossággal mondhatjuk, hogy „ez is el fog múlni”.

⁵ „The Wager” in Blaise Pascal, *Pensées* (Penguin Books, London and New York, 1995), 122-125. oldal; Peter L. Bernstein, *Against! the Gods* (John Wiley & Sons, New York, 1996), 68-70. oldal; Peter L. Bernstein, „Decision Theory in Iambic Pentameter” *Economics & Portfolio Strategy*, 2003. január 1., 2. oldal.

Utószó

Nagyon jól ismerjük a két üzlettársat, akik életük jelentős részét azzal töltötték, hogy saját és más emberek vagyont kezeltek a Wall Streeten. A kíméletlen tapasztalat megtanította őket, hogy jobb óvatosnak és elővigyázatosnak lenni, mintsem megpróbálni a világ összes pénzét megkeresni. Az értékpapírügyletek meglehetősen egyedi megközelítését alakították ki, amely egyszerre kínál stabil értéket és tisztes profitlehetőséget. Kerültek mindent, ami túlárzottnak tűnt, és gyorsan megszabadultak az olyan papiroktól, amelyek árfolyama általuk már nem elég vonzó tartott szintekre emelkedett. Portfóliójuk mindig is jól diverzifikált volt, több mint száz különböző értékpapírból állt. Ilyetén módon egészen jól teljesítettek az általános piaci hullámhegyek és -völgyek hosszú éve-in át; átlagosan évi 20 százalékos körüli hozamot értek el azon a jó néhány millió dolláron, amelynek kezelését elvállalták, és ügyfeleik is elégedettek voltak az általuk jegyzeteredményekkel.*

E könyv első kiadásának évében felajánlották a két üzlettárs alapjának a lehetőséget, hogy 50 százalékos részesedést szerezzen egy növekedő vállalatban. Valamilyen oknál fogva az adott iparág éppen nem tartozott a Wall Street kedvencei közé, és jó néhány jelentős bróker cég visszautasította az ajánlatot. Ám a két üzletembert lenyűgözték a vállalat lehetőségei; döntőnek bizonyult számukra, hogy az ár az aktuális nyereséghez és eszközértékhez viszonyítva mérsékelt volt. Az üzlettársak belevágtak az akvizícióba, amelynek értéke az alapjuk által kezelt vagyon mintegy ötödének felelt meg. Idővel új üzleti érdekeltségükkel azonosították őket, amely virágzott."

A vállalat valójában olyan jól teljesített, hogy részvényeinek árfolyama az 50 százalékos részesedésért fizetett ár több mint a kétszázszorosára nőtt. Ez az árfolyam-emelkedés messze felülmúlta a nyereség tényleges növekedését, és a két üzlettárs befektetési szabályai szerint az árfolyam szinte már az első pillanattól kezdve túl magasnak tűnt. Ám mivel egyfajta „családi vállalkozásként" tekintet-

* A két üzlettárs, akinek nevét a szerző szerényen elhallgatja: Jerome Newman és maga Benjamin Graham.

** Graham a Government Employees Insurance Co.-t, a GEICO-t írja le, amelyben ő és Newman 50 százalékos érdekeltséget szerzett 1948-ban, akkoriban, amikor befejezte *Az intelligens befektetőt*. A Graham és Newman által a GEICO-ba befektetett 712 500 dollár alapjuk akkori eszközértékének nagyságrendileg negyedét tette ki. Graham éveken át volt a GEICO igazgatótanácsának tagja. A sors érdekessége, hogy Graham legkiválóbb tanítványa, Warren Buffett is nagy összegben fogadott a GEICO-ra 1976-ban, amikor a nagy biztosítótársaság már a csőd szélére sodródott. A GEICO Buffett számára is egyik legjobb befektetésének bizonyult.

Utószó

tek a cégre, a látványos árfolyam-növekedés dacára jelentős részesedést tartottak meg a vállalatból. Alapjaik befektetői nagy számban tették ugyanezt, és ebben az egyetlen cégben, illetve azok későbbi leányvállalataiban meglévő részesedésük milliommossá tette őket."

Ironikus, hogy az ebből az egyetlen befektetési döntésből származó teljes nyereség jócskán meghaladta az üzlettársak által 20 év szerteágazó ügyleteik realizált többi eredményt, amelyekhez pedig töméntelen vizsgálódásra, hosszas elmélkedésre és számtalan egyedi döntésre volt szükség, és amelyeket ráadásul kivétel nélkül azon a néhány területen hajtottak végre, amelyre szakosodtak.

Milyen leckével szolgál ez a történet az intelligens befektetőnek? Az egyik nyilvánvaló tanulság, hogy többféleképpen lehet a Wall Streeten pénzt keresni, és megőrizni azt. Egy másik, ami nem annyira magától értetődő, hogy egyetlen szerencsés húzás vagy rendkívül elmés döntés - van egyáltalán különbség e kettő között? - többet érhet, mint az egész életen át tartó szorgos erőfeszítések.¹ Ám a szerencse vagy a kritikus döntés mögött jellemzően gondos előkészületnek és fegyelmezett tehetségnek kell meghúzódnia. Szakmai elfogadottság és elismertség szükséges ahhoz, hogy az ilyen lehetőségek kopogtassanak az ajtón. Ahhoz, hogy valaki élni tudjon a kínálkozó lehetőségekkel, megfelelő eszközökre, értékítéletre és bátorságra van szükség.

Természetesen nem ígérhetünk hasonlóan látványos eredményt minden intelligens befektetőnek, aki éber és elővigyázatos marad a hosszú évek során. Nem fogjuk gondolatainkat J. J. Raskob mondásával zárni, azzal, amelyen könyvünk elején viccelődtünk: „Mindenki lehet gazdag.” Ám a pénzügyi színtér bővelkedik az érdekes lehetőségekben, és az intelligens és vállalkozó szellemű befektető mind az élvezetekből, mind pedig a nyereségből kiveheti a részét ebben a sokszínű világban. Az izgalom garantált.

* Az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdéfelügyelet jogi okokból arra kényszerítette Grahamet és Newmant, hogy a Graham-Newman Corp. GEICO-ban szerzett részesedését ossza szét az alap részvényesei között. Az a befektető, aki 1948 elején 100 darab Graham-Newman-részvénnyel rendelkezett (amely pakettnek 11413 dollár volt az akkori értéke), és megtartotta a GEICO-részvényeket, 1972-re 1,66 millió dollár értékű befektetés boldog tulajdonosának mondhatta magát. A GEICO, későbbi leányvállalatai "közéa Government Employees Financial Corp. és a Criterion Insurance Co. tartozott.

Kommentár az Utószóhoz

A sikeres befektetés a kockázat kezeléséről, nem annak elkerüléséről szól. Amikor először belegondolunk abba, hogy Graham alapjának 25 százalékát egyetlen részvénybe fektette, úgy ítélnénk meg, hogy meggondolatlan szerencsejátékot űzött befektetői pénzével. Ám amikor rájövünk, hogy aprólékosan végiggondolta, hogy legalább anynyiért megválhat a GEICO papírjaitól, amennyiért megvásárolta őket, nyilvánvalóvá válik, hogy Graham nagyon csekély pénzügyi kockázatot vállalt. Mindazonáltal komoly bátorságra volt szükség ahhoz, hogy elviselje a pszichológiai kockázatát annak, hogy ilyen hatalmas összegben fogadott egy ilyen ismeretlen részvényre.¹

És manapság a szalagcímek telis-tele vannak ijesztő tényekkel és feloldatlan kockázatokkal: a 90-es évek bika piacának vége, a lassuló gazdasági növekedés, a vállalati csalások, illetve a terrorizmus és a háború fenyegető réme. „A befektetők nem szeretik a bizonytalanságot”, hangsúlyozza egy piaci stratégia a pénzügyi tévécsatornákon és az újságokban. Ám a befektetők soha nem szerették a bizonytalanságot - pedig a befektetések világának legalapvetőbb és állandóan jelen lévő jellemzője a bizonytalanság. A „bizonytalanság” és a „befektetés” valahol mélyen szinonimák. A valóságban még soha senki nem rendelkezett azzal a képességgel, hogy megmondja, melyik a legjobb időpont egy részvény megvásárlására. A jövőbe vetett hit nélkül pedig soha senki nem fektetne be. Ahhoz, hogy befektetők lehessünk, hinnünk kell egy jobb holnapban.

A legolvasottabb befektető, Graham rajongott Odüsszeusz (Ulysses) történetéért, amelyről Homérosz, Alfred Tennyson és Dante műveiben olvasott. Élete késői szakaszában nagy örömet lelte Dante *Pokoljának* azon jelenetében, amikor Odüsszeusz arra ösztökéli legénységét, hogy hajózzanak nyugatra, a Herkules kapuján túli ismeretlen vizekre:

„Ó, társak, bár veszélyek ezre viji
szíveteiket, mégis Nyugatra hágtok:
ha látástokból, bármii sok a híja.

1 Graham története egyúttal komoly figyelmeztetés mindannyiunknak, akik nem vagyunk olyan zseniálisak, mint ő volt: állandó diverzifikálással kell védekeznünk annak kockázatával szemben, hogy túl sok pénzt teszünk egyetlen befektetésbe. Azzal, hogy Graham elismeri, a GEICO „szerencsés húzás” volt, jelzi számunkra, hogy többnyire nem számolhatunk azzal, hogy ilyen kiváló lehetőséget fogunk találni. Elkerülendő azt, hogy befektetéseink szerencsejátékká váljanak, diverzifikálnunk kell.

Kommentár az Utószóhoz

őrizte^c- szóltam - „még egy csöppny lángot,
ne sajnáljátok megkeresni tő e
a Nap útján a néotelen világot!

Gondoljatok az emberi erőre:
nem születtetek tengni, mint az állat,
hanemtudni és ha adni előre!"

Igy tettem bennük élessé a vágyat,
e kis beszéddel, útra; úgy hogy őket
alig tarhattam: nem volt egy se fáradt.

A far keletre, és az evezőket
bolond repülés szárnyaivá tettük,
s vitorláink mind balfelé verődtek.²

A befektetés is kaland; a pénzügyi jövő mindig ismeretlen terep lesz. Ám ha Grahamet magunk mellett tudhatjuk kalauzként, akkor élethosszig tartó befektetési utazásunk legalább annyira biztonságos és biztos lesz, mint kalandos.

² Dante Alighieri, *Pokol*, Huszonhatodik ének, 112-126. sorok, fordította: Babits Mihály

Függelék

1. Graham- és Dodd-falva szuperbefektetői

írta: Warren E. Buffett

A SZERKESZTŐ MEGJEGYZÉSE: Ez a cikk a Columbia Egyetemen 1984-ben, a Benjamin Graham és David L. Dodd által írt Security Analysis (Értékpapír-elemzés) megjelenésének ötvenedik évfordulója alkalmából elhangzott beszéd szerkesztett átirata. Graham ebben a szakkönyvben állt elő először a később Az intelligens befektetőben népszerűsített gondolataival. Buffett írása lenyűgöző módon mutatja meg, miként értek el Graham követői - mesterük értékalapú befektetési megközelítését felhasználva - figyelemre méltó sikert a részvénypiacon.

Vajon elavult Graham és Dodd értékpapír-elemzési megközelítése, amely „az árfolyamhoz képest jelentős biztonsági ráhagyást tartalmazó értékeket keres”? Sok, napjaink tankönyveit író oktató úgy véli, igen. Ők azzal érvelnek, hogy a részvénypiac hatékony; vagyis a részvényárfolyamok a vállalat kilátásairól és a gazdaság állapotáról ismert összes információt tartalmazzák. Nincsenek alulértékelt részvények, állítják ezek az elméleti szakemberek, mert vannak okos értékpapír-elemzők, akik az összes rendelkezésre álló információt felhasználva gondoskodnak a tévedhetetlen árakról. A piacot évről évre túlszárnyalni látszó befektetők egyszerűen csak szerencsések. „Amennyiben az árak teljes mértékben tükrözik a rendelkezésre álló információkat, az ilyenfajta befektetési szakértelem teljesen kizárt”- írja a mai tankönyvek egyikének szerzője.

Nos, lehet. Ám szeretnék bemutatni önöknek egy olyan befektetői csoportot, amely évről évre felülmúlta a Standard & Poor's 500 részvényindexet. A hipotézis, amely szerint ez pusztán véletlenül sikerült nekik, arra mindenképpen érdemes, hogy foglalkozzunk vele. A vizsgálat szempontjából döntő fontosságú, hogy ezeket a „nyerteseket” mind nagyon jól ismerem, és kiváló befektetőknek tartom; ez utóbbi minőségükről legalább több mint tizenöt éve győződtem meg. Ha ez a feltétel nem állna fenn - vagyis ha csak arról lenne szó, hogy nemrégiben

Függelék:

az eredményeiket átfutva kiválasztottam volna néhány nevet, akiket itt megemlíthetek önöknek – akkor azt javasolnám, hogy most hagyják abba az olvasást. Azt még hozzátenném, hogy az eredmények, amelyeket itt közzéteszek, mind ellenőrzöttek. Továbbá azt is elmondom, hogy sokakat ismertem azok közül, akik ezekkel az alapkezelőkkel együtt fektettek be, és az évek során az általuk kapott csekkek mind alátámasztották a közölt eredményeket.

Mielőtt elkezdenénk ezt a hipotézisvizsgálatot, szeretném, ha elképzelnének egy össznemzeti pénzfeldobó versenyt. Tegyük fel, hogy holnap reggel felkel 225 millió amerikai, és mi arra kérjük mindegyiket, hogy fogadjon egy dollárban. Napfelkeltekor kilépnek a házukból, és feldobnak egy érmét. Ha eltalálják, hogy melyik oldalára esik, nyernek egy dollárt azoktól, akik nem találták el. A vesztesek mindennap kiesnek, a következő napi tét pedig a teljes addigi nyereséget tartalmazza. Tíz reggel tíz feldobása után körülbelül 220000 ember lesz az Egyesült Államokban, aki sorban mind a tíz pénzfeldobást eltalálta. Mindegyikük valamivel több mint 1000 dollárt nyert. Ez a csoport egy kicsit talán elkezdi felválni a sikerével, hiszen az emberi természet már csak ilyen. Megpróbálnak szerények maradni, de a kocképartikon mellékesen bevallják az ellenkező nem vonzó képviselőinek, hogy mi a technikájuk, és milyen varázslatos éleselméjűsége tettek szert a pénzfeldobás területén.

Feltéve, hogy a nyertesek megkapják a megfelelő jutalmukat a vesztesektől, újabb tíz nap elteltével 215 olyan emberünk lesz, aki sorban hússzor eltalálta, hogy melyik oldalára esik az érme, és ezzel ők valamivel több mint egymillió dollárt kerestek az egy dollárjukkal. 225 millió dollárt elvesztettek, 225 millió dollárt megnyertek.

Ekkorra ez a szűk csoport már teljesen elveszti a fejét. Minden biztonnal könyveket írnának olyan címekkel, mint a „Hogyan kerestem egyetlen dollárral egymilliót húsz nap alatt, minden reggel csak harminc másodpercet dolgozva?” Sőt, talán még az egész országot beutazzák, és szemináriumokat tartanának a hatékony pénzfeldobásról, olyanokkal győzködve a szkeptikus professzorokat, hogy „ha nem lehetséges, mégis hogyan lehetünk mi, 215-en itt?”

Ám ekkor valamelyik gazdaságtan-professzor lesz olyan kíméletlen, és felhívja a figyelmüket arra a tényre, hogy ha 225 millió orangutánnal végeznének hasonló kísérletet, akkor nagyjából ugyanilyen eredményre lehetne számítani – lenne 215 önhitt orangután zsinórban 20 hibátlan pénzfeldobással.

Mindazonáltal azt állítom, hogy fontos különbségek *vannak* az általam rövidesen bemutatandó példákban. Először is, ha (a) a 225 millió orangután nagyjából úgy oszlik el, mint a teljes amerikai lakosság; ha (b) 20 nap után 215 nyertes marad; és ha (c) azt találnánk, hogy közülük 40 ugyanabból az Omaha állambeli állatkertből jött, akkor biztosak lehetnénk abban, hogy van valami a dologban. Így minden biztonnal felkeresnénk azt az állatkertet, és megkérdeznénk a gondozót, mivel eteti az állatokat, vannak-e különleges gyakorlataik, milyen könyveket olvasnak, és ki tudja, még milyen kérdéseket tennénk fel. Vagyis ha a siker rendkívüli koncentrációjára figyelnénk fel, akkor utánajárnánk, hogy milyen nem szokvá-

Függelék

nyos jellemzőket tudunk azonosítani, amelyek döntő szerepet játszhatnak ebben a sikerben.

A tudományos vizsgálat jellegéből adódóan így működik. Ha a rák egy ritka fajtájának lehetséges okait próbáljuk elemezni, egy olyanét, amelynek évi, mondjuk, 1500 előfordulása van az Egyesült Államokban, és azt találnánk, hogy ebből 400 egy Montana állambeli kis bányászvárosban jelentkezik, hirtelen elkezdénénk nagyon érdeklődni az ottani ivóvíz, az érintettek foglalkozása és egyéb hasonló változók iránt. Biztosan tudjuk, hogy nem lehet pusztán véletlen, hogy egy ilyen kis területen 400 megbetegedéssel találkozunk. Nem ismernénk szükségszerűen a kiváltó okokat, de azt igenis tudnánk, hogy hol keressük őket.

Kijelentem önöknek, hogy az eredetet nem csak földrajzilag lehet meghatározni. Földrajzi eredet mellett létezhet az is, amit *intellektuális* eredetnek hívok. Úgy gondolom, hogy a befektetések világának sikeres pénzfeladobói aránytalanul magas számban érkeznek egy nagyon kicsiny intellektuális faluból, amelyet Graham- és Doddfalvának nevezhetünk. Ebben az intellektuális faluban a nyerteseknek a véletlennel egyszerűen nem magyarázható koncentrációja figyelhető meg.

Olyan körülmények is elképzelhetők, amelyek még a koncentrációt is lényegtelenné teszik. Lehet, hogy százan egyszerűen egy rendkívül magával ragadó személyiség pénzfeladobási tippjét utánozták. Amikor ő fejet mondott, 100 követője automatikusan ugyanazt mondta be. Ha a vezető közte volt a végén maradt 215 nyertesnek, akkor a tény, hogy százan ugyanazzal az intellektuális eredettel rendelkeznek, semmit nem bizonyít. Ebben az esetben az egy esetet ugyanúgy kell tekinteni, mint a százat. Hasonlóképpen tételezzük fel, hogy erős patriarchális társadalomban élünk, és az Egyesült Államokban minden család tíz tagból áll. Tegyük fel továbbá azt is, hogy a patriarchális kultúra olyan erős, hogy amikor az első nap 225 millió ember lépett ki házából, a család minden tagja fegyelmezetten azonosult a családfő tippjével. Ekkor a húsznapos periódus végén ugyanúgy 215 nyertesünk lenne, de azt találnánk, hogy ugyanabból a 21,5 családból jönnek. Némelyek naivan azt állapítanák meg, hogy a sikeres pénzfeladobást a szerfelett erős örökletes tényező magyarázza. Ám ennek természetesen semmi jelentősége nem lenne, mert mindez egyszerűen azt jelentené, hogy nem 215 egyéni nyertesünk van, hanem 21 és fél, véletlenszerűen szétszórt család nyert.

A sikeres befektetők általam bemutatni kívánt családjában Ben Graham volt a közös intellektuális pátriárka. Ám a gyerekek, akik ennek az intellektuális pátriárkának a házából kerültek ki, nagyon különböző módszerekkel „tippeltek” a pénzfeladobásnál. Más helyekre mentek, eltérő részvényeket és vállalatokat vettek és adtak el, mégis olyan összesített eredményt értek el, amit nem lehet egyszerűen a véletlennel betudni. Semmiképpen nem lehet azzal érvelni, hogy azért tippelnek egyformán a pénzfeladobásnál, mert a vezetőjük jelzi, hogy mire tippeljenek. A pátriárka csupán a pénzfeladobási döntéshozatal intellektuális elméletét alkotta meg, ám minden tanítványa az elméletet követve, mégis a maga módján döntött.

A Graham- és Doddfalvából származó befektető közös intellektuális vonása a következő: eltéréseket keresnek egy vállalkozás *értéke* és a vállalkozás kis darabkáinak

Függelék:

piaci *ára* között. Gyakorlatilag úgy használják ki ezeket az eltéréseket, hogy nem foglalkoznak azzal, ami a hatékony piacok elméletének követőinek a legnagyobb fejtörést okozza, vagyis hogy a részvényt hétfőn-e vagy kedden, januárban-e vagy júliusban stb. kell megvenni. Mellékesen megjegyzem: amikor az üzletemberek vállalkozásokat vásárolnak - ami pontosan megfelel annak, amit Graham és Dodd befektetői a piacképes részvényeken keresztül tesznek -, kétlem, hogy vételi döntéseik meghozatalakor figyelembe veszik, hogy a hét vagy a hónap melyik napján fog megtörténni a tranzakció. Ha nem számít, hogy egy vállalat egészét hétfőn vagy pénteken vásároljuk meg, akkor fogalmam sincs, hogy tudósaink miért fordítanak rengeteg időt és erőfeszítést annak kiderítésére, hogy ugyanannak a vállalatnak az apró darabjai megvásárlásánál számít-e az időzítés. Graham és Dodd befektetői, mondanunk sem kell, nem foglalkoznak a bétával, a tőkepiaci árfolyamok modelljével, sem az értékpapírok hozamai közötti kovarianciával. Ezek semmilyen módon nem érdeklik őket. Többségüknek talán az is gondot okozna, hogy definiálja ezeket a fogalmakat. Ezek a befektetők egyszerűen két ismérvre összpontosítanak: az árra és az értékre.

Mindig is rendkívülinek találtam, hogy a technikai elemzők olyan sokat tanulmányozzák az árfolyamokat és a forgalmat. El tudják képzelni, hogy megvásárolnak egy teljes vállalkozást pusztán azért, mert annak az ára az elmúlt héten és az azt megelőző héten jelentősen *felment*. Annak, hogy ilyen sok elemzést készítenek ezekről az ár- és forgalomváltozókról, természetesen az az oka, hogy napjainkban, a számítógépek korában gyakorlatilag végtelen mennyiségű adat érhető el. Nem feltétlenül azért csinálják ezeket az elemzéseket, mert bármilyen hasznuk lenne; egyszerűen arról van szó, hogy az adatok ott vannak, és a tudósok keményen dolgoztak, hogy elsajátítsák a kezelésükhöz szükséges matematikai ismereteket. Ha ezeket az ismereteket már megszerezték, bűnös dolog lenne nem használni őket, és ez még akkor is igaz, ha a használatuknak nincsen vagy negatív a hozadéka. Ahogy egy barátom szokta mondani, a kalapácsos ember számára minden szögnek látszik.

Úgy vélem, hogy a közös intellektuális otthonnal azonosított csoport érdemes arra, hogy részletesebben tanulmányozzuk. Megint csak mellékesen jegyzem meg, hogy bár rengeteg tudományos kutatást végeztek abban a témakörben, hogy milyen hatást gyakorolnak a részvények teljesítményére az olyan változók, mint az árfolyam, a forgalom, a szezonális, a kapitalizáció mérete stb., senki nem tanúsított érdeklődést az iránt, hogy az értékalapú nyertesek eme szokatlan koncentrációjának módszereit tanulmányozza.

Az eredmények vizsgálatát négyünkkel kezdtem, akik 1954 és 1956 között a Graham-Newman Corporationnál dolgoztunk. Csak négyen voltunk - nem több ezerből választottam ki ezeket a neveket. Miután elvégeztem Ben Graham kurzusát, felajánlottam, hogy ingyen munkát vállalok a Graham-Newmannél, ám túlértékeltiségre hivatkozva visszautasított. Nagyon komolyan vette ezt az érték dolgot! Nem kevés nyaggatás után végül beadta a derekát, és felvett. Három partner volt, és mi négyen az „egyszerű gyalogok” szintjén. Mind a négyen

Függelék:

1955 és 1957 között léptünk ki, amikor a céget felszámolták, és négyünk közül hármunk eredményeit lehet nyomon követni.

Az első eredménylista (lásd 1. táblázat, 450-451. oldal) Walter Schlossé. Walter soha nem járt főiskolára, ám részt vett a Ben Graham által a New York Institute of Finance-en tartott egyik esti tanfolyamon. Walter 1955-ben hagyta ott a Graham-Newmant, és az itt közölt eredményeket érte el az elmúlt 28 év alatt.

Következzék most az, amit „Adam Smith” - miután meséltem neki Walterről - írt róla *Supermoney* (1972) című könyvében:

Nincsen kapcsolata és hozzáférése a hasznos információkhoz. A Wall Streeten gyakorlatilag senki nem ismeri, és senki nem tömi őt tippel. Kikeresi a számokat a kézikönyvekből, elkéri az éves jelentéseket, és ennyi az egész.

Amikor bemutatott [Schlossnak], Warren szerintem saját magát is leírta: „Soha nem felejt el, hogy mások pénzt kezel, és ez megerősíti a veszteséggel szemben alapból is erős averzióját.” Feddhetetlen jellem, aki teljesen reális önképpel rendelkezik. Valóságos számára a pénz, és valóságosak a részvények is - és ebből ered a vonzalma a „biztonsági ráhagyás” elvéhez.

Walter rendkívül erősen diverzifikál, jelenleg is száznál jóval többféle részvénnyel rendelkezik. Nagyon jól tudja, hogyan kell azonosítani azokat az értékpapírokat, amelyek a privát tulajdonos számára jelentett értéknél számottevően alacsonyabb árfolyamon forognak. *És ez minden, amit csinál.* Nem érdekli, hogy január van-e, nem érdekli, hogy hétfő, nem érdekli, hogy éppen választási év van. Egyszerűen azt mondja, hogy ha egy vállalkozás 1 dollárt ér, és én 40 centért megvásárolhatom, akkor valami jó csak történhet velem. És ezt csinálja újra meg újra meg újra. Sokkal többféle részvényt tart, mint én - és sokkal kevésbé érdekli az üzlet mögöttes természete: nem úgy tűnik, mintha nagy hatással lennék Walterre. Ez az egyik erőssége: senki nincsen rá nagy hatással.

A második Tom Knapp esete. Vele is a Graham-Newmannél dolgoztunk együtt. Tom a háború előtt kémia szakra járt a Princetonon, és miután visszatért a háborúból, egész nap a tengerparton lógott. Egyik nap olvasta, hogy Dave Dodd esti kurzust tart a Columbián a befektetésekről. Tom szabadon választható tárgyként felvette, és annyira felkeltette érdeklődését a téma, hogy a kurzus után beiratkozott a Columbia Business Schoolra, ahol MBA-diplomát szerzett. Zárójelben jegyzem meg, hogy amikor most, 35 évvel később felhívtam Tomot, hogy erősítse meg az itt szereplő adatok némelyikét, megint a tengerparton találtam. Az egyetlen különbség, hogy most már övé az a tengerpart!

1968-ban Tom Knapp és Ed Anderson, szintén egy Graham-tanítvány, egy vagy két másik hasonló meggyőződésű társukkal megalapították a Tweedy, Browne Partnerst. Befektetési eredményeiket a 2. táblázatban látjuk. A Tweedy, Browne nagyon széles körű diverzifikációval érte el ezeket az eredményeket. Alkalmanként befolyásoló részesedést szereztek egyes vállalkozásokban, ám passzív befektetések mérlege megegyezik a befolyásoló részesedést biztosító befektetéseikével.

Függelék:

A 3. táblázat a csoport harmadik tagját mutatja be, aki 1957-ben alapította meg a Buffett Partnershipet. A legjobb dolog, amit tett, az volt, hogy 1969-ben kilépett. Azóta a Berkshire Hathaway bizonyos értelemben és bizonyos szempontból a társulás folytatásának tekinthető. Nem tudok olyan mutatószámot közreadni, amelyről azt gondolnám, hogy önmagában hűen tükrözi a Berkshire-nál folyó befektetéskezelési tevékenységünket. Ám azt hiszem, akárhogyan számoljuk ki, kielégítő eredményeket értünk el.

A 4. táblázat a Bill Ruane által kezelt Sequoia Fund eredménylajstromát mutatja. Bill-lel Ben Graham óráján találkoztam 1951-ben. A Harvard Business School befejezése után a Wall Streetre ment. Ott rájött, hogy valódi gazdasági oktatásra van szüksége, ezért eljött a Columbiára, hogy részt vehessen Ben kurzusán. Ott találkoztunk 1951-ben.

Bill 1951 és 1970 közötti eredményei, viszonylag kis összegekkel dolgozva, jelentősen meghaladták az átlagot. Amikor felszámoltam a Buffett Partnershipet, megkérdeztem Bilit, hogy hajlandó lenne-e létrehozni egy alapot, hogy kezelje befektetőink pénzét. Bill ekkor alapította meg a Sequoia Fundot. Borzalmasan nehéz időszakban kezdte. Pont belefutott a két részre osztott [deviza]piacba és az összes olyan problémába, amely a teljesítmények összehasonlításában megnehezítette az értékalapú befektetők dolgát. Örömmel jelenthetem, hogy befektetőim meghatározó része nemcsak hogy kitartott mellette, hanem további pénzeszegeket bízta rá, amelyeken Bill az itt látható szép eredményeket érte el.

Megint csak nem utólagos éleslátásról van itt szó. Bill volt az egyetlen, akit a befektetőinknek ajánlottam, és azt mondtam akkoriban, ha évente négy százalékponttal felül tudja múlni a Standard & Poor's indexet, az szép teljesítmény. Bill ennél sokkal jobb eredményt ért el, ráadásul úgy, hogy egyre nagyobb pénzeszeget volt kénytelen kezelni. Ez rendkívüli mértékben megnehezíti a dolgokat. A méret a teljesítmény korlátja. Ez nem kérdés. Ez nem azt jelenti, hogy ha nagyobb vagy, nem múlhatod felül az átlagot, de az előnyöd mérséklődni fog. És ha valaha eljutsz odáig, hogy kétbillió dollárt kezelsz, és az történetesen a gazdaságban lévő összes részvény piaci értékének felel meg, akkor már szükségszerűen lehetetlen az átlagnál jobb eredményt elérni!

Hozzá kell tennem, hogy az eddig mutatott eredménylisták esetében gyakorlatilag nem volt átfedés a portfóliók között. Olyan emberekről van szó, akik az ár és az érték közötti eltérés alapján választják ki az értékpapírokat, ám nagyon különböző módszerekkel teszik ezt. Walter portfóliójának legnagyobb részét olyan gigászok tették ki, mint a Hudson Pulp & Paper, a Jeddo Highland Coal, a New York Trap Rock Company, továbbá olyan más nagy nevek, amelyek még a gazdasági szaklapok alkalmi olvasóinak is azonnal az eszükbe jutnak. A Tweedy, Browne ismertségben jóval ezen szint alatti papírokat választott ki. Bill ugyanakkor nagyvállalatokkal dolgozott. Az ezen portfóliók közötti átfedés nagyon, nagyon kicsi. Ezek az eredmények nem azt tükrözik, hogy valaki bemondta a fejet, ötven másik ember pedig követte őt.

Az 5. táblázat egy olyan barátom eredményeit mutatja, aki a Harvard jogi karán végzett, és jól menő ügyvédi irodát alapított. 1960 környékén találkoztam

Függelék:

vele, és mondtam neki, hogy a jog hobbinak tökéletes, ám többet is elérhetne. Létrehozott egy alapot, amely szinte a tökéletes ellentéte Walterének. Portfóliója néhány értékpapírra koncentrál, és eredményei ezért sokkal volatilisabbak, ám ugyanúgy az értékhez viszonyítva diszkonttal forgó papírok elvére épít. Hajlandó volt elfogadni a teljesítmény nagyobb ingadozásait, és történetesen olyan valakiről van szó, akinek az egész pszichéje a koncentráció felé hajlik, az itt látható eredményekkel. Mellékesen ezek Charlie Munger eredményei, aki hosszú ideje partnerem a Berkshire Hathaway működtetésében. Amikor azonban saját alapját vezette, portfóliójának tartalma szinte teljesen eltért az enyémtől és a korábban említett társainkétól.

A 6. táblázat Charlie Munger egy barátjának eredményeit mutatja. O sem gazdasági típusú iskolába járt, matematikát tanult a USC-n. Diplomaszerezés után az IBM-hez ment dolgozni, és egy ideig értékesítőként tevékenykedett. Miután én eljutottam Charlie-ig, Charlie eljutott hozzá. Ez itt Rick Guerin eredménylistája. Rick 1965 és 1983 között, az S&P 316 százalékos összesített nyereségével szemben 22200 százalékot ért el, amit - valószínűleg azért, mert soha nem járt gazdasági iskolába - statisztikailag szignifikáns különbségnek vél.

Egy mellékgondolat: bámulatos számomra, hogy a 40 centért megvásárolható egydolláros ötlete vagy azonnal megfogja az embert, vagy egyáltalán nem érinti meg. Olyan, mint a védőoltás. Ha valakit nem ragad meg azonnal, akkor évekig gyözködheted, és mutathatod neki az eredményeket, egyáltalán nem számít. Egyszerűen úgy tűnik, nem képesek megérteni a koncepciót, ennyi az egész. Egy olyan fickó, mint Rick Guerin, aki gazdasági oktatásban soha nem részesült, azonnal megérd a befektetés értékalapú megközelítését, és öt perccel később már a gyakorlatban alkalmazza azt. Soha nem találkoztam olyannal, aki fokozatosan, mondjuk tízéves periódus alatt tért át erre a megközelítésre. Úgy tűnik, nem IQ vagy iskolai oktatás kérdése. Vagy azonnali felismerés, vagy semmi.

A 7. táblázat Stan Perlmeter eredményeit mutatja. Stan bölcsészhallgató volt a Michigani Egyetemen, majd partnerként működött közre a Bozell & Jacobs reklámügynökségnél. Ugyanabban az irodaépületben dolgoztunk Omahában. 1965-ben rájött, hogy az én szakmám jobb, mint övé, ezért otthagyta a reklámipart. Stannek is öt percbe telt, hogy magáévá tegye az értékalapú megközelítést.

Perlmeter nem azokat a papírokat tartja, mint Walter Schloss. Es nem is azokat, mint Bill Ruane. Ezeket az eredményeket egymástól *függetlenül* érték el. Ám minden alkalommal, amikor Perlmeter részvényt vesz, azért teszi, mert nagyobb értéket kap, mint amennyi pénzt fizet érte. Erre az egy dologra gondol. Nem foglalkozik a negyedéves eredmény-előrejelzésekkel, nem nézi meg a következő évi nyereséget, nem törődik azzal, hogy a különböző befektetési elemzők mit mondanak, és nem érdekli az árfolyam momentuma, a forgalom, vagy bármi más. Egyszerűen azt kérdezi: mennyit ér a vállalkozás?

A 8. és 9. táblázatban két olyan nyugdíjalap eredményei láthatók, amelyekkel kapcsolatban állok. Nem több tucat hozzám valamilyen okból közel álló nyugdíjalapból választottam ki ezeket; ez a kettő az, amelynek működésére hatással

Függelék:

lehettem. Mindkettőt az értékalapú megközelítést követő alapkezelők alkalmazása felé irányítottam. Nagyon-nagyon kevés nyugdíjalapot kezelnek értékorientált módon. A 8. táblázat a Washington Post Company nyugdíjalapjának eredményeit tartalmazza. Néhány évvel ezelőtt egy nagy bank kezelte az alapot, én pedig azt tanácsoltam, hogy jobban járnak, ha értékalapú megközelítést követő alapkezelőket választanak.

A táblázatból jól látszik, hogy e változtatás óta összességében a legfelső percentilisekbe tartoznak. A Post arra utasította az alapkezelőket, hogy az alapok legalább 25 százalékát kötvényekben tartsák - az alapkezelők maguktól nem szükségszerűen jártak volna el így. Ezért a táblázat a kötvényeik teljesítményét is tartalmazza, azt illusztrálendő, hogy az alapkezelők nem különösebben hozzáértők ezen instrumentumok területén. Nem is állították, hogy azok. Még úgy is, hogy alapjaik 25 százalékát olyan területre vitték, amely számukra nem volt hazai pálya, az alapkezelők a felső percentiliseibe tartoznak. A Washington Post eredményei ugyan nem különösebben hosszú időszakot fednek le, ám számtalan befektetési döntését minősítik három olyan alapkezelőnek, akiket szintén nem utólagosan választottam ki.

A 9. táblázat az FMC Corporationon alapjának eredménylistáját tartalmazza. Én magam egyetlen centjüket sem kezelem, ám 1974-ben hatással voltam azon döntésükre, hogy értékorientált alapkezelőket vegyenek fel. Azt megelőzően nagyjából ugyanúgy választották ki az alapkezelőket, mint a nagyobb vállalatok többsége. Saját méretkategóriájukon belül ma már első helyen állnak a nyugdíjalapok körében végzett Becker-kutatás eredményei szerint - legalábbis az értékalapú megközelítésre való „átállás” utáni időszakban. Az elmúlt évben nyolc olyan alapkezelő volt náluk, akik már több mint egy éve ott dolgoztak. Közülük hét az S&P-t felülmúló összesített eredményekkel büszkélkedett. Tavaly mind a nyolcan jobb eredményt értek el, mint az S&P. Jelenleg 243 millió dollár a különbség a medián teljesítménye és a FMC ezen időszakos tényleges eredménye között. Az FMC az alapkezelők kiválasztásához kapott iránymutatásnak tulajdonítja ezt. Ezek az alapkezelők kiválasztásához kapott iránymutatásnak tulajdonítja ezt. Ezek az alapkezelők nem szükségszerűen azok, amelyeket én magam választanék, de mindannyiuk közös jellemzője, hogy érték alapján választják ki az értékpapírokat.

Ezek voltak Graham- és Dodd falva kilenc „pénzfeladójának” eredményei. Nem utólag, több ezer közül választottam ki őket. Nem olyan, mintha lottónyertesek nevét emlegetném - olyan emberekét, akiket nem is ismertem, mielőtt megütötték volna a főnyereményt. Évekkel ezelőtt, a befektetési döntéseik meghozatalának módja alapján választottam ki őket. Tudtam, hogy milyen oktatást kaptak, és valamelyest még olyan személyes jellemzőiket is ismertem, mint a szellemi képességeik, a karakterük és a vérmezsékletük. Nagyon fontos megérteni: ez a csoport az átlagnál sokkal kevesebb kockázatot vállal; figyeljük csak meg az azokban az években elért eredményeiket, amikor a piac egésze gyengélkedett. Bár stílusuk nagymértékben eltér egymástól, ezek a befektetők, a dolog lelkületét tekintve, mindig a vállalkozást veszik meg, nem a részvényt. Néhányuk esetenként egész vállalatokat is megvásárol. Ennél gyakoribb azonban, hogy egyszerűen

Függelék:

a vállalkozások egy kis darabját veszik meg. Attitűdjük ugyanaz marad, akár az egész vállalatot, akár annak csak egy kis részét szerzik meg. Van köztük, aki több tucat részvényből álló portfoliót tart; mások csak néhány papírra összpontosítanak. Ám mindannyian a vállalkozás piaci ára, valamint a belső értéke közötti különbséget használják ki.

Meggyőződésem, hogy a piac sok esetben nem hatékony. Graham- és Doddfalva ezen befektetői sikeresen kihasználta az ár és az érték közötti különbségeket. Amikor egy Wall Street-i „csorda” képes lehet arra, hogy befolyásolja a részvényárfolyamokat, mégpedig úgy, hogy a legérzelgősebb, a legmohóbb vagy a legpesszimistább által fizetett utolsó ár határozza meg őket, akkor nehéz amellett érvelni, hogy a piac minden esetben racionálisan áraz. A piaci árfolyamok igenis gyakran értelmetlenek.

Szeretnék egy fontos dolgot elmondani a kockázatról és a jutalomról. Van, amikor a kockázat és a jutalom között pozitív kapcsolat áll fenn. Ha valaki azt mondaná nekem, hogy „itt van egy hatlövetű, egyetlen töltényt tettem bele. Pörgesd meg, és húzd meg a ravaszt egyszer. Ha túléled, adok neked 1 millió dollárt”, visszautasítanám - talán azért, mert 1 millió dollár nem elég. Ekkor 5 millió dollárt ajánlhatna nekem, hogy kétszer húzzam meg a ravaszt - ez akkor pozitív korreláció lenne a kockázat és a jutalom között!

Az értékalapú befektetésre ennek épp az ellenkezője igaz. Ha 60 centért veszünk egy egydollárост, akkor az kockázatosabb, mint ha 40 centért vennénk, ám a várt jutalom az utóbbi esetén a nagyobb. Minél nagyobb az értékalapú portfolióban a jutalom potenciálja, annál kevesebb kockázat rejlik benne.

Egy gyors példa: a Washington Post Company 1973-ban 80 millió dolláros áron forgott a piacon. Akkor, aznap, tízből legalább egy vevő minimum 400 millió dollárt vagy talán ennél is számottevően nagyobb összeget fizetett volna a vállalat eszközeiért. A cég tulajdonában volt a *Post*, a *Newsweek* és számos jelentős tévécsatorna. Ugyanezek ma 2 milliárd dollárt érnek, így ha valaki 400 millió dollárt fizetett volna értük, egyáltalán nem lett volna bolond.

Ha a részvény ára tovább esett volna, olyan árszintre, ahol a vállalat piaci értéke 80 millió dollár helyett már csak 40 lett volna, akkor a bétája még nagyobb lett volna. És azok számára, akik úgy gondolják, hogy a béta a kockázatot méri, az alacsonyabb ár kockázatosabbnak tüntette volna fel a papírt. Ez komolyan olyan, mint Alice Csodaországban. Soha nem voltam képes megérteni, hogy 400 millió dollárt érő vagyontárgyakat miért kockázatosabb 40 millióért megvásárolni, mint 80 millióért. És ami azt illeti, ha ilyen értékpapírok csoportját vásároljuk, és valamit is konyítunk a vállalatértékeléshez, akkor gyakorlatilag semmilyen kockázata nincs annak, ha 400 millió dollárt megveszünk 80 millióért, különösen akkor nem, ha tíz darab 40 milliós csomagban vesszük meg, egyenként 8 millióért. Mivel nem tartjuk markunkban azt a 400 milliót, meg kell győződnünk arról, hogy becsületes és kellően hozzáértő emberek gondjaira bízunk, ám ez nem annyira nehéz dolog.

Szükség van még arra a tudásra, amely lehetővé teszi, hogy közelítő becslést tudjunk adni a mögöttes vállalkozás értékére. Ám nem kell tévedhetetlenek

Függelék:

lennünk. Pontosan ezt mondja Ben Graham a biztonsági ráhagyás fogalmával. Nem próbálkozunk meg azzal, hogy 80 millió dollárért vásárolunk meg 83 milliót érő vállalatokat. Számottevő hibahatárt hagyunk magunknak. Egy hidat úgy tervezünk meg, hogy 30000 tonnát is elbírjon, mégis csak 10000 tonnányi teherautóval végezzük el a hídpróbát. Ugyanez az elv érvényes a befektetésekre is.

A jobb üzleti érzéssel rendelkező olvasóban felmerülhet a kérdés, miért írtam ezt a cikket. Hiszen minél többen térnek át az értékalapú megközelítésre, annál inkább szűkülni fog az árfolyam és az érték közötti különbség. A válaszom az, hogy amióta Ben Graham és Dave Dodd *Security Analysis* című könyve 50 évvel ezelőtt megjelent, a htok többé nem titok, ennek ellenére semmilyen olyan tendenciával nem találkoztam az elmúlt 35 esztendőben, amely az értékalapú befektetés előretörésére utalt volna. Úgy látszik, létezik valami perverz emberi jellemvonás, amely szereti az egyszerű dolgokat megbonyolítani. Az oktatás területén pedig az elmúlt 30 év során kifejezetten a háttérbe szorult az értékalapú befektetés. Ez valószínűleg a jövőben is így lesz. Körbehajózzuk a földet, de a Lapos Föld Társasága él és virul. Mindig is lesznek jelentős különbségek a piaci ár és az érték között, és akik olvassák Grahamet és Doddot, remekül elboldogulnak majd.

Következzenek az 1-9. táblázatok.

1. táblázat: *Malter J. Schloss*

Év	Az S&P teljes, osztalékot is tartalmazó nyeresége (%)	A WJS Ltd. befektetőinek teljes éves nyeresége (%)	A WJS alap teljes éves nyeresége (%)		
1956	7,5	5,1	6,8	A Standard & Poor's által 28 év 3 hónap alatt elért teljes nyereség	887,2%
1957	-10,5	-4,7	-4,7		
1958	42,1	42,1	54,6	A WJS Limited befektetői által 28 év 3 hónap alatt elért teljes nyereség	6678,8%
1959	12,7	17,5	23,3		
1960	-1,6	7,0	9,3	A WJS alap által 28 év 3 hónap alatt elért teljes nyereség	23104,7%
1961	26,4	21,6	28,8		
1962	-10,2	8,3	11,1	A Standard & Poor's által 28 év 3 hónap alatt elért éves növekedési ütem	„
1963	23,3	15,1	20,1		
1964	16,5	17,1	22,8	A WJS Limited befektetői által 28 év 3 hónap alatt elért éves növekedési ütem	
1965	13,1	26,8	35,7		
1966	-10,4	0,5	0,7	A WJS alap által 28 év 3 hónap alatt elért éves növekedési ütem	21,3%
1967	26,8	25,8	34,4		
1968	10,6	26,6	35,5	Az alapkezelő történelme során több mint 800 különféle részvényt tartott portfóliójában, és az idő nagy részében egyszerre legalább 100 különböző pozícióval rendelkezett. A jelenleg kezelt eszközök értéke körülbelül 45 millió dollárt tesz ki. Az alapkezelő hozamai és a befektetők hozamai közötti különbség az alapkezelői díjból adódik.	

1. táblázat: *Walter J. Schloss (folytatás)*

1969	-7,5	-9,0	-9,0
1970	2,4	-8,2	-8,2
1971	14,9	25,5	28,3
1972	19,8	11,6	15,5
1973	-14,8	-8,0	-8,0
1974	-26,6	-6,2	-6,2
1975	36,9	42,7	52,2
1976	22,4	29,4	39,2
1977	-8,6	25,8	34,4
1978	7,0	36,6	48,8
1979	17,6	29,8	39,7
1980	32,1	23,3	31,1
1981	6,7	18,4	24,5
1982	20,2	24,1	32,1
1983	22,8	38,4	51,2
1984 1. negyed- éve	2,3	0,8	1,1

Függelék:

2. táblázat: *Tweedy, Browne, Inc.*

Időszak vége (szeptember 30.)	Dow Jones* (%)	S&P 500* (%)	TBK teljes hozama (%)	TBK- befektetők hozama (%)
1968 (9 hónap)	6,0	8,8	27,6	22,0
1969	-9,5	-6,2	12,7	10,0
1970	-2,5	-6,1	-1,3	-1,9
1971	20,7	20,4	20,9	16,1
1972	11,0	15,5	14,6	11,8
1973	2,9	1,0	8,3	7,5
1974	-31,8	-38,1	1,5	1,5
1975	36,9	37,8	28,8	22,0
1976	29,6	30,1	40,2	32,8
1977	-9,9	-4,0	23,4	18,7
1978	8,3	11,9	41,0	32,1
1979	7,9	12,7	25,5	20,5
1980	13,0	21,1	21,4	17,3
1981	-3,3	2,7	14,4	11,6
1982	12,5	10,1	10,2	8,2
1983	44,5	44,3	35,0	28,2
Összhozam				
15 év 9 hónap	191,8%	238,5%	1661,2%	936,4%
A Standard & Poor's 15 év 9 hónap alatti éves hozama				7,0%
A TBK befektetők által 15 év 9 hónap alatt elért éves hozam				16,0%
A TBK alap 15 év 9 hónap alatt elért éves hozama				20,0%

* A Standard & Poor's 500 index és a Dow Jones Industrial Average kifizetett osztalékait is tartalmazza.

Függelék

3. táblázat: *Buffett Partnership, Ltd.*

<i>tv</i>	A Dow összesített eredménye (%)	A Buffett Partnership eredménye (%)	Befektetők eredménye (%)
1957	-8,4	10,4	9,3
1958	38,5	40,9	32,2
1959	20,0	25,9	20,9
1960	-6,2	22,8	18,6
1961	22,4	45,9	35,9
1962	-7,6	13,9	11,9
1963	20,6	38,7	30,5
1964	18,7	27,8	22,3
1965	14,2	47,2	36,9
1966	-15,6	20,4	16,8
1967	19,0	35,9	28,4
1968	7,7	58,8	45,6
1969	-11,6	6,8	6,6
A kumulált (összesített) eredmények:			
1957	-8,4	10,4	9,3
1957-58	26,9	55,6	44,5
1957-59	52,3	95,9	74,7
1957-60	42,9	140,6	107,2
1957-61	74,9	251,0	181,6
1957-62	61,6	299,8	215,1
1957-63	94,9	454,5	311,2
1957-64	131,3	608,7	402,9
1957-65	164,1	943,2	588,5
1957-66	122,9	1156,0	704,2
1957-67	165,3	1606,9	932,6
1957-68	185,7	2610,6	1403,5
1957-69	152,6	2794,9	1502,7
Éves átlagos hozam	7,4	29,5	23,8

Függelék:

4. táblázat *Sequoia Fund, Inc.*

Év	Éves százalékos változás ¹	
	Sequoia Fund (%)	S&P 500 index* (%)
1970 (július 15-től)	12,1	20,6
1971	13,5	14,3
1972	3,7	18,9
1973	-24,0	-14,8
1974	-15,7	-26,4
1975	60,5	37,2
1976	72,3	23,6
1977	19,9	-7,4
1978	23,9	6,4
1979	12,1	18,2
1980	12,6	32,3
1981	21,5	-5,0
1982	31,2	21,4
1983	27,3	22,4
1984 (első negyedév)	-1,6	-2,4
Teljes időszak	775,3%	270,0%
Éves hozam	17,2%	10,0%
Plusz 1% alapkezelői díj	1,0%	
Bruttó befektetési hozam	18,2%	10,0%

* Az újrabefektetett osztalékokat (és a Sequoia Fund esetében a szétosztott árfolyamnyereséget) is tartalmazza.

** Ezek az értékek az újrabefektetett osztalékok számításában rejlő különbségek miatt enyhén eltérnek az S&P-re vonatkozó, az 1. táblázatban közölt értékektől.

5. táblázat: Charles Munger

Év	Mass. Inv. Trust (%)	Investors Stock (%)	Lehman (%)	Tri-Cont. (%)	Dow (%)	Alap összesen (%)	Befektetők (%)
<i>Éves eredmények (1)</i>							
1962	-9,8	-13,4	-14,4	-12,2	-7,6	30,1	20,1
1963	20,0	16,5	23,8	20,3	20,6	71,7	47,8
1964	15,9	14,3	13,6	13,3	18,7	49,7	33,1
1965	10,2	9,8	19,0	10,7	14,2	8,4	6,0
1966	-7,7	-9,9	-2,6	-6,9	-15,7	12,4	8,3
1967	20,0	22,8	28,0	25,4	19,0	56,2	37,5
1968	10,3	8,1	6,7	6,8	7,7	40,4	27,0
1969	-4,8	-7,9	-1,9	0,1	-11,6	28,3	21,3
1970	0,6	-4,1	-7,2	-1,0	8,7	-0,1	-0,1
1971	9,0	16,8	26,6	22,4	9,8	25,4	20,6
1972	11,0	15,2	23,7	21,4	18,2	8,3	7,3
1973	-12,5	-17,6	-14,3	-21,3	-23,1	-31,9	-31,9
1974	-25,5	-25,6	-30,3	-27,6	-13,1	-31,5	-31,5
1975	32,9	33,3	30,8	35,4	44,4	73,2	73,2

Összesített eredmények (2)

Év	Mass. Inv. Trust (%)	Investors Stock (%)	Lehman (%)	Tri-Cont. (%)	Dow (%)	Alap összesen (%)	Befektetői* (%)
1962	-9,8	-13,4	-14,4	-12,2	-7,6	30,1	20,1
1962-63	8,2	0,9	6,0	5,6	11,5	123,4	77,5
1962-64	25,4	15,3	20,4	19,6	32,4	234,4	136,3
1962-65	38,2	26,6	43,3	32,4	51,2	262,5	150,5
1962-66	27,5	14,1	39,5	23,2	27,5	307,5	171,3
1962-67	53,0	40,1	78,5	54,5	51,8	536,5	273,0
1962-68	68,8	51,4	90,5	65,0	63,5	793,6	373,7
1962-69	60,7	39,4	86,9	65,2	44,5	1046,5	474,6
1962-70	61,7	33,7	73,4	63,5	57,1	1045,4	474,0
1962-71	76,3	56,2	119,5	100,1	72,5	1336,3	592,2
1962-72	95,7	79,9	171,5	142,9	103,9	1455,5	642,7
1962-73	71,2	48,2	132,7	91,2	77,2	959,3	405,8
1962-74	27,5	40,3	62,2	38,4	36,3	625,6	246,5
1962-75	69,4	47,0	112,2	87,4	96,8	1156,7	500,1
Átlagos éves hozam	3,8	2,8	5,5	4,6	5,0	19,8	13,7

Függelék:

6. táblázat: *Pacific Partners, Ltd.*

Év	S&P 500	A befektetők eredményei (%)	Az alap eredményei (%)
1965	12,4	21,2	32,0
1966	-10,1	24,5	36,7
1967	23,9	120,1	180,1
1968	11,0	114,6	171,9
1969	-8,4	64,7	97,1
1970	3,9	-7,2	-7,2
1971	14,6	10,9	16,4
1972	18,9	12,8	17,1
1973	-14,8	-42,1	-42,1
1974	-26,4	-34,4	-34,4
1975	37,2	23,4	31,2
1976	23,6	127,8	127,8
1977	-7,4	20,3	27,1
1978	6,4	28,4	37,9
1979	18,2	36,1	48,2
1980	32,3	18,1	24,1
1981	-5,0	6,0	8,0
1982	21,4	24,0	32,0
1983	22,4	18,6	24,8
A Standard & Poor's összesített nyeresége a 19 évre			316,4%
A befektetők összesített nyeresége a 19 évre			5530,2%
A teljes alap összesített nyeresége a 19 évre			22 200,0%
A Standard & Poor's éves hozama a 19 év alatt			7,8%
A befektetők éves hozama a 19 év alatt			23,6%
A teljes alap éves hozama a 19 év alatt			32,9%

7. táblázat: *Perlmet Investments*

Év	PIL teljes hozama (%)	Befektetők által elért hozam (%)		
1965.08.01. – 1965.12.31.	40,6	32,5	Az alap százalékos nyeresége 1965.08.01. és 1983.10.31. között	4277,2%
1966	6,4	5,1	A befektetők százalékos nyeresége 1965.08.01. és 1983.10.31. között	2309,5%
1967	73,5	58,8	Az alap éves hozama	23,0%
1968	65,0	52,0	A befektetők éves hozama	19,0%
1969	-13,8	-13,8	Dow Jones Industrial Average 1965.07.31. (körülbelül)	882
1970	-6,0	-6,0	Dow Jones Industrial Average 1983.10.31. (körülbelül)	1225
1971	55,7	49,3	A DJIA közelítő éves hozama (osztalékokkal)	7 %
1972	23,6	18,9		
1973	-28,1	-28,1		
1974	-12,0	-12,0		
1975	38,5	38,5		
1976.01.01. -1976.10.31.	38,2	34,5		
1976.11.01. - 1977.10.31.	30,3	25,5		
1977.11.01. -1978.10.31.	31,8	26,6		
1978.11.01. -1979.10.31.	34,7	28,9		
1979.11.01. -1980.10.31.	41,8	34,7		
1980.11.01. -1981.10.31.	4,0	3,3		
1981.11.01. -1982.10.31.	29,8	25,4		
1982.11.01. -1983.10.31.	22,2	18,4		

8. táblázat: *Washington Post Company, Master Trust, 1983. december 31.*

	negyedev		Előző év		Előző 2 év*		Előző 3 év*		Előző 5 év*	
	Hozam (%)	Helyezés	Hozam (%)	Helyezés	Hozam (%)	Helyezés	Hozam (%)	Helyezés	Hozam (%)	Helyezés
<i>Összes befektetés</i>										
„A” alapkezelő	4,1	2	22,5	10	20,6	40	18,0	10	20,2	3
„B” alapkezelő	3,2	4	34,1	1	33,0	1	28,2	1	22,6	1
„C” alapkezelő	5,4	1	22,2	11	28,4	3	24,5	1	-	-
Master Trust (összes alapkezelő)	3,9	1	28,1	1	28,2	1	24,3	1	21,8	1
<i>Részvények</i>										
„A” alapkezelő	5,2	1	32,1	9	26,1	27	21,2	11	26,5	7
„B” alapkezelő	3,6	5	52,9	1	46,2	1	37,8	1	29,3	3
„C” alapkezelő	6,2	1	29,3	14	30,8	10	29,3	3	-	-
Master Trust (összes alapkezelő)	4,7	1	41,2	1	37,0	1	30,4	1	27,6	1
<i>Kötvények</i>										
„A” alapkezelő	2,7	8	17,0	1	26,6	1	19,0	1	12,2	2
„B” alapkezelő	1,6	46	7,6	48	18,3	53	12,7	84	7,4	86
„C” alapkezelő	3,2	4	10,4	9	24,0	3	18,9	1	-	-
Master Trust (összes alapkezelő)	2,2	11	9,7	14	21,1	14	15,2	24	9,3	30
<i>Kötvények és pénzgyenértékek</i>										
„A” alapkezelő	2,5	15	12,0	5	16,1	64	15,5	21	12,9	9
„B” alapkezelő	2,1	28	9,2	29	17,1	47	14,7	41	10,8	44
„C” alapkezelő	3,1	6	10,2	17	22,0	2	21,6	1	-	-
Master Trust (összes alapkezelő)	2,4	14	10,2	17	17,8	20	16,2	2	12,5	9

* Évesített.

A helyezés az alap teljesítményét mutatja az A. C. Betker által vizsgált sokaságban.

A táblázat percentilisként adja meg a helyezést: 1 = legjobb teljesítmény, 100 = legrosszabb.

9. táblázat: FMC Corporation Pension Fund, éves hozam (százalék)

Időszak vége	1 év	2 év	3 év	4 év	5 év	6 év	7 év	8 év	9 év
<i>FMC (kötvények és részvények együttesen)</i>									
1983	23,0								*17,1
1982	22,8	13,6	16,0	16,6	15,5	12,3	13,9	16,3	
1981	5,4	13,0	15,3	13,8	10,5	12,6	15,4		
1980	21,0	19,7	16,8	11,7	14,0	17,3			
1979	18,4	14,7	8,7	12,3	16,5				
1978	11,2	4,2	10,4	16,1					
1977	-2,3	9,8	17,8						
1976	23,8	29,3							
1975	35,0								* 18,5 csak részvényekből
<i>A Beeker által vizsgált nyugdíjalapok mediánja</i>									
1983	15,6								12,6
1982	21,4	11,2	13,9	13,9	12,5	9,7	10,9	12,3	
1981	1,2	10,8	11,9	10,3	7,7	8,9	10,9		
1980	20,9	n.a.	n.a.	n.a.	10,8	n.a.			
1979	13,7	n.a.	n.a.	n.a.	11,1				
1978	6,5	n.a.	n.a.	n.a.					
1977	-3,3	n.a.	n.a.						
1976	17,0	n.a.							
1975	24,1								

n.a. = nincs adat

9. táblázat: *FMC Corporation Penzió Fund, éves hozam (százalék) (folytatás)*

Időszak vége	1 év	2 év	3 év	4 év
S&P 500				
1983	22,8			
1982	21,5	7,3	15,1	16,0
1981	-5,0	12,0	14,2	12,2
1980	32,5	25,3	18,7	11,7
1979	18,6	12,4	5,5	9,8
1978	6,6	-0,8	6,8	13,7
1977	7,7	6,9	16,1	
1976	23,7	30,3		
1975	37,2			

5 év	6 év	7 év	8 év	9 év
				15,6
14,0	10,2	12,0	14,9	
8,1	10,5	14,0		
14,0	17,5			
14,8				

Függelék:

2. A befektetésekből és az értékpapír-tranzakciókból származó jövedelem adózásának fontos szabályai (1972)

A SZERKESZTŐ MEGJEGYZÉSE: az ilyen tranzakciókra érvényes jogszabályok jelentős változásai miatt a most következő anyagot pusztán a történeti hűség kedvéért közöljük. Amikor Benjámín Graham 1972-ben megírta ezt a részt, az teljes egészében pontos és naprakész információkat tartalmazott. Az időközben bekövetkezett változások okán azonban a dokumentum a mai befektetők tájékoztatására nem alkalmas. A Graham eredeti 2. függelége után következő, *A befektetések adózásának alapjai* című átdolgozott és aktualizált szöveg a napjainkban érvényes legfontosabb jogszabályokkal ismerteti meg az olvasót.

2. szabály - Kamat- és osztalékjövedelmek

A kamatok és az osztalékok a rendes jövedelemmel együtt adóznak, az alábbi kivételekkel: (a) az állami, önkormányzati és hasonló kötelezettségekből származó jövedelem, amely a szövetségi jövedelemadótól mentes, ám egyes államokban állami jövedelemadót kell fizetni utána, (b) a tőkenyereséget jelképező osztalékok, (c) befektetési társaságok által fizetett egyes osztalékok (*lásd lent*) és (d) a belföldi vállalatoktól származó rendes osztalék első 100 dollárja.

2. szabály - Árfolyamnyereség és -veszteség

A rövid távú árfolyamnyereségeket és -veszteségeket egymással szembeállítva kapjuk meg a rövid távú nettó árfolyamnyereséget vagy -veszteséget. Ugyanígy a hosszú távú árfolyamnyereségek és -veszteségek is szembeállíthatók egymással, hogy megtudjuk a hosszú távú nettó árfolyamnyereséget vagy -veszteséget. Amennyiben a rövid lejáratú nettó nyereség meghaladja a hosszú lejáratú nettó veszteséget, akkor a különbség 100 százalékban beleszámít a jövedelembe. így a maximális adókulcs az ilyen nyereségre 50000 dollárig 25 százalék, a fölött pedig 35 százalék.

A nettó árfolyamveszteség (az árfolyamnyereséget meghaladó összeg) maximum 1000 dollárig levonható a rendes jövedelemből mind az aktuális, mind az azt követő öt adóévben. A fel nem használt veszteségekkel hasonlóképpen bármikor csökkenthető az árfolyamnyereség. (Az 1970 előtti veszteségek továbbvitelére megengedőbb szabályok vonatkoznak, mint a későbbi veszteségekre.)

A „szabályozott befektetési társaságokkal” kapcsolatos megjegyzés

A befektetési alapok („befektetési társaságok”) többsége él az adótörvény különleges jogszabályai nyújtotta előnnyel, amelyek lehetővé teszik számukra, hogy lényegében társulásként adózzanak. így ha hosszú távú árfolyamnyereséget érnek el, akkor „árfolyamnyereség-osztalékként” oszthatják azt ki, amit a részvényeseik

Függelék:

ugyanúgy kezelhetik adóbevallásaikban, mint a hosszú távú nyereségeket. Ezek alacsonyabb adókulccsal adóznak, mint a rendes osztalékok. A befektetési alapok azt is választhatják, hogy a 25 százalékos adót megfizetik részvényeseik nevében, és az adózás utáni árfolyamnyereséget - árfolyamnyereség-osztalékként történő szétoztás nélkül - visszatartják, majd újból befektetik.

3. A befektetések adózásának alapjai (2003-ban aktualizált változat)"

Kamat- és osztalékjövedelmek

A kamat- és osztalékjövedelmek a jövedelemadó adott személyre érvényes adókulcsával adóznak, kivéve (a) az önkormányzati kötvények után kapott kamatot, amely a szövetségijövedelemadótól mentes, ám egyes államokban állami jövedelemadót kell fizetni utána, (b) a tőkenyereséget jelképező osztalékokat, valamint (c) a befektetési alapok által fizetett hosszú távú árfolyamnyereség-osztalékot (*lásd lenn*). A magántevékenységekhez kötődő önkormányzati kötvények - még befektetési alapon belül is - a szövetségi alternatív minimumadó hatálya alá tartozhatnak.

Árfolyamnyereség és -veszteség

A rövid távú árfolyamnyereségeket és -veszteségeket egymással szembeállítva kapjuk meg a rövid távú nettó árfolyamnyereséget vagy -veszteséget. Ugyanígy a hosszú távú árfolyamnyereségek és -veszteségek is szembeállíthatók egymással, így módon adódik a hosszú távú nettó árfolyamnyereség vagy -veszteség. Amennyiben a rövid lejáratú nettó nyereség meghaladja a hosszú lejáratú veszteséget, akkora különbözet a rendes jövedelembe számít bele. A hosszú lejáratú nettó árfolyamnyereség kedvezményes nyereségadókulccsal, általában 20 százalékkal adózik - ez a 2000. december 31. után vásárolt és legalább öt évig tartott befektetések esetében majd 18 százalékra csökken.

A nettó árfolyamveszteség maximum 3000 dollárig levonható az adóév rendes jövedelméből. A 3000 dollár feletti árfolyamveszteség a későbbi adóévekben szembeállítható a jövőbeli árfolyamnyereséggel.

Befektetési alapok

„Szabályozott befektetési társaságként” szinte az összes befektetési alap él az adótörvény különleges jogszabályai nyújtotta előnyökkel, amelyek mentesítik őket a társasági adó alól. Ennek megfelelően a befektetési alapok „árfolyamnyereség-osztalékként” oszthatják ki a hosszú távon tartott befektetések értékesítése után keletkező árfolyamnyereséget, amelyet részvényeseik hosszú távú nyereségként kezelhetnek adóbevallásukban.

* Az itt leírtak természetesen a címben jelzett időpontban, azaz 2003-ban az Amerikai Egyesült Államokban érvényben lévő adózási szabályokra vonatkoznak - *A szerk*

Függelék:

Ezek a rendes osztalék - maximum 39 százalékos - adókulcsánál alacsonyabb adókulccsal (általában 20 százalékkal) adóznak. Az év negyedik negyedévében, amikor az árfolyamnyereség-osztalékokat általában kiosztják, jellemzően érdemes tartózkodni a nagy összegű új befektetésektől, máskülönben már azelőtt adót kell fizetni az alap által megszerzett nyereség után, hogy azt ténylegesen megkaptuk volna.

4. A részvények újfajta spekulatív tényezői¹

Amit most el kívánok mondani, az a Wall Streeten eltöltött hosszú éveimet, valamint az ezzel járó sokrétű tapasztalataimat fogja tükrözni. Újra meg újra látjuk, hogy a korábitól eltérő körülmények, új környezetek alakulnak ki, amelyek magát a tapasztalat értékét is megkérdőjelezzik. Valóban, az egyik dolog, amely a közgazdaságtant, a pénzügyeket és az értékpapír-elemzést a többi gyakorlati tudománytól megkülönbözteti, az a múltbeli jelenségek bizonytalan alkalmassága arra, hogy a jelenre és jövőre vonatkoztathassuk őket. Mégis, legalább amíg meg nem vizsgáltuk és meg nem értettük a múlt tanulságait, nincsen jogunk elutasítani őket. Mai előadásom célja, hogy segítsen megérteni egy szűk terület ilyen tanulságait - egészen pontosan arra teszek kísérletet, hogy rámutassak a múlt és a jelen közötti ellentmondásos kapcsolatra, amely a részvénybefektetésekkel és -spekulációkkal kapcsolatos attitűdünkben figyelhető meg.

Engedjék meg, hogy elméletem összefoglalásával kezdjem. A múltban a törzs-részvények spekulatív elemei szinte kizárólag magából a vállalatból eredtek: iparági vagy a vállalatra jellemző egyedi bizonytalanságokból, ingadozásokból vagy gyengeségekből. A spekuláció ezen elemei természetesen ma is jelen vannak; ám fogalmazhatunk úgy, hogy számos hosszú távú fejlemény - amelyekről részletesen szólni fogok - érzékelhetően a háttérbe szorította őket. „Cserébe” viszont a spekuláció olyan új és jelentős eleme tűnt fel a részvények területén, amely a vállalatokon *kívülről* ered, és a részvényvásárló nagyközönség, illetve tanácsadók - azaz elsősorban mi, az értékpapír-elemzők - magatartása és nézőpontja váltja ki. Ezt az attitűdöt röviden így lehet leírni: az elsődlegesen a jövőbeli várakozásokra helyezett hangsúly.

Semmi nem tűnhet logikusabbnak és természetesebbnek az itt ülők számára, mint hogy egy részvényt elsődlegesen a vállalatától várt jövőbeli teljesítmény alapján kell értékelni és árazni. Mégis ez az egyszerűnek tűnő elv számos paradoxont és buktatót rejt magában. Egyrészt elmosza a befektetés és a spekuláció közötti régi, elfogadott különbségtételt. A szótár szerint a „spekulál” szó a latin „specula”, vagyis kilátás szóból ered. Így a spekuláns volt az, aki már a többi ember előtt meglátta a jövőbeli fejleményeket. Ám napjainkban a befektetőnek - ha kellően agyafúrt, vagy megkapja a megfelelő tanácsokat - is saját kilátással kell bírnia, máskülönben a többi spekulánssal közös kilátóba kénytelen felmászni, ahol erős könyökmunkára van szüksége ahhoz, hogy vethessen egy pillantást a jövőre.

Függelék:

Másrészt azt tapasztaljuk, hogy az esetek többségében a befektetési szempontból legjobb jellemzőkkel - azaz a legjobb hitelminősítéssel - rendelkező vállalatok azok, amelyek részvényei valószínűleg a legnagyobb spekulatív érdeklődést vonzzák, mivel fényes kilátásaikat mindenki garantálnak veszi. Harmadrészt a jövőbeli perspektívák, és különösképpen a jövőben folytatódó növekedés fogalma magasabb szintű matematikai módszerekre épülő képletek alkalmazását teszi szükségessé a kedvelt részvények jelenértékének meghatározásához. Ám a pontos képletek és rendkívül pontatlan feltételezések kombinációja egy valóban kiváló részvény esetében gyakorlatilag bármilyen magas értéket kimutathatóvá, pontosabban megindokolhatóvá tesz. Ennek a ténynek a közelebbi vizsgálata azonban láttatni engedi, hogy ebből következően nem létezik egyetlen olyan érték vagy elfogadhatóan szűk értéktartomány, amely megbízhatóan és tartósan alkalmazható lenne a növekedési vállalatokra; így megtörténhet, hogy alkalmanként a piac meglepően *kevésre* értékeli a növekedési komponenst.

Visszatérve a részvényekben lakozó régebbi és újabb spekulatív elemek közötti különbségtételhez két más területen használt, ám jelen esetben számunkra tökéletesen megfelelő szóval jellemezhetjük ezeket a tényezőket: endogén és exogén. Engedjék meg, hogy a régi idők - a befektetési részvényektől élesen elkülönülő - spekulatív részvényeit az American Can és a Pennsylvania Railroad 1911-1913-as adataival szemléltessem. (Az adatok forrása: Benjamin Graham és Dávid L. Dodd, *Security Analysis*, McGraw-Hill, 1940, 2-3. oldal.)

Ebben a három évben a „Pennsy” árfolyama az 53 és 65 dollár közötti szűk tartományban, vagyis az időszaki átlagos nyeresége 12,2-szerese és 15-szöröse között mozgott. Stabil nyereséget ért el, megbízható mértékű, 3 dolláros osztalékot fizetett, és a befektetők biztosak lehettek abban, hogy az egy részvényre jutó anyagi eszközök értéke jóval meghaladja a papír 50 dolláros névértékét. Ezzel szemben az American Can árfolyama a 9 és 47 dollár közötti tartományban, nyeresége pedig 7 cent és 8,86 dollár között ingadozott; az árfolyam és a hároméves átlagnyereség aránya 1,9 és 10 között mozgott; a vállalat egyáltalán nem fizetett osztalékot; és a kiművelt befektetők pontosan tudták, hogy a részvény 100 dolláros névértéke mögött legfeljebb üres levegő állt, mert az elsőbbségi részvények meghaladták a rendelkezésre álló anyagi eszközök értékét. Az American Can törzsrészvénye ekképpen a spekulatív papírok mintapéldánya volt, mert az American Can Company akkoriban spekulatív tőkeszerkezettel rendelkező és erősen ingadozó, bizonytalan iparágban működő vállalat volt. Hosszabb távon az American Can történetesen sokkal fényesebb jövő előtt állt, mint a Pennsylvania Railroad; ám akkoriban ezt nem sejtették sem a befektetők, sem a spekulánsok, és ha mégis ezt gyanították volna, a befektetők valószínűleg akkor is félretették volna azzal, hogy az 1911-1913-as évek befektetési politikája szempontjából ez alapvetően irreleváns.

Most annak szemléltetésére, hogy miként alakult az idők során a befektetések hosszú távú kilátásainak fontossága, Amerika leglátványosabb ipari óriását szeretném példaként felhozni - ez pedig nem más, mint az International Business Machines, amely tavaly óta a több mint 1 milliárd dolláros bevétellel büszkélkedő

Függelék:

vállalatok szűk csoportjába tartozik. Megengednek nekem itt néhány önéletrajzi kitérőt, hogy kissé személyesebbé tegyem ezt az egyébként a rideg számok világába tett kirándulást? 1912-ben egy időre otthagytam a főiskolát, hogy részt vegyek a U.S. Express Company számára végzett kutatásban. Feladatunk az volt, hogy kikalkuláljuk egy, az expressz díjak kiszámítására javasolt, forradalmian új módszer bevételekre gyakorolt hatását. Erre a célra az úgynevezett Hollerith-gépeket használtuk, amelyeket az akkori Computing-Tabulating-Recording Companytól vettünk bérbe. Lyukkártyákból, lyukkártyarendező gépekből és lyukkártyás tabulátorokból állt. Ezeket az eszközöket az üzletemberek akkoriban még alig ismerték, elsődlegesen a Népszámlálási Hivatalban használták őket. 1914-ben léptem be a Wall Streetre, és a következő évben a C.-T.-R. Company kötvényeit és részvényeit bevezették a New York-i Értéktőzsdére. Egyfajta érzelmi érdeklőséggem volt a vállalatban, emellett valamilyen szempontból a termékeik technológiai szakértőjének tartottam magam, lévén, hogy azon kevés pénzügyi szakember közé tartoztam, akik egyáltalán látták már és használták őket. Így 1916 elején odamentem a főnökömhöz, Mr. A. N.-hez, és rámutattam, hogy a C.-T.-R. részvényei 45 dollár környékén forogtak (összesen 105000 részvény volt forgalomban); a vállalat 1915-ben részvényenként 6,50 dolláros eredményt ért el; könyv szerinti értéke - meg kell hagyni, bizonyos el nem különített immateriális javakkal együtt - 130 dollárra rúgott; a papír elsőre 3 dolláros osztalékot fizetett; és jómagam igen pozitív véleménnyel voltam a vállalat termékeiről és kilátásairól. Mr. A. N. szánakozó arckifejezéssel nézett rám. „Ben - mondta - ne is említsd nekem ezt a vállalatot. Tíz láb hosszú rúddal sem érinteném meg. [Ez volt a kedvenc szavajárása.] Hatszázalékos kamatozású kötvényeit 80 százalék környékén veszik, és nem jók ezek a papírok. Hogyan lehetnének jók a részvényei? Mindenki tudja, hogy nincs mögötte más, csak üres levegő.” (Szómagyarázat: azokban az időkben értékpapírról ennél elítélőbbet nem lehetett mondani. Azt jelentette, hogy a mérleg eszközoldala fiktív. Sok ipari vállalat - köztük olyanok, mint a U.S. Steel - 100 dolláros névértékű részvénye mögött csak üres levegő állt, amit szépen kidolgozott kimutatások mögé próbáltak rejteni. Mivel jövedelmezőképességükön és jövőbeli kilátásaikon kívül „semmi biztosíték” nem állt mögöttük, az önmagukra valamilyen adó befektetőket egyáltalán nem érdekelték.)

Kiábrándult fiatalemberként visszakullogtam saját statisztikusi kalitkámba. Mr. A. N. nemcsak tapasztalt és sikeres volt, hanem rendkívül éles elméjű is. Akkora hatással volt rám a Computing-Tabulating-Recordingról alkotott határozott rosszallása, hogy soha életemben nem vettem egyet sem a vállalat részvényeiből, még azután sem, hogy 1926-ban International Business Machinesre változtatta a nevét.

Vizsgáljuk meg most ugyanezt a vállalatot 1926-ban, amikor már új nevén futott, és amikor a részvénypiacok igen magas szinten voltak. Ebben az időszakban szerepeltetett először mérlegében goodwill tételt, ráadásul viszonylag nagy, 13,6 millió dolláros összegben. A. N.-nek igaza volt. 1915-ben a törzsrészvények mögötti úgynevezett saját tőke minden dollárja csupán üres levegő volt. Az azóta eltelt

Függelék:

időszakban azonban a vállalat lenyűgöző eredményeket ért el idősebb T. L. Watson irányítása alatt. Adózott eredménye 691000 dollárról 3,7 millióra - több mint az ötszörösére - nőtt, ami nagyobb százalékos növekedés volt, mint amit bármilyen azt követő tizenegy esztendősi periódusban a vállalat elért. Tisztes mennyiségű tárgyi részvényvagyont halmozott fel, és 3,6:1 arányú részvényfelaprózást hajtott végre. Az új részvény 3 dolláros osztalékot fizetett, miközben a részvényenkénti eredmény 6,39 dollárt tett ki. Azt gondolhatnánk, hogy az 1926-os részvény piac ilven növekedési előzmények és az erős üzled pozíció okán igen optimistán tekintett a papírra. Nézzük csak. Ebben az évben a részvényárfolyam minimuma 31, maximuma pedig 59 dollár volt. A 45 dolláros átlagáron a papír nyeresége hétszeresen forgott, és az 1915-ben is megfigyelhető 6,7 százalékos osztalékhozamot produkálta. 31 dolláros minimumán nem sokkal az anyagi eszközök könyv szerinti értéke felett kereskedtek vele, és ilyen szempontból sokkal konzervatívabban árazták be, mint tizenegy évvel korábban.

Sok más adathoz hasonlóan ezek is a régi idők, vagyis a 20-as évek bika piacának tetőzése előtti időszak befektetési nézeteinek állandóságát mutatják. Ami ezután történt, azt az IBM történelmének tízéves intervallumai segítségével lehet összefoglalni. Az adózott eredmény 1936-ra elérte az 1926-os nyereség kétszeresét, és az átlagos árfolyam/nyereség hányados 7-ről 17,5-re emelkedett. 1936-ról 1946-ra a nyereség két és félszeresére nőtt, ám az 1946-os átlagos P/E hányados 17,5 maradt. Ezt követően felgyorsult a tempó. Az 1956-ban elért adózott eredmény^r közel négyszeresen meghaladta az 1946-ost, az átlagos szorzó pedig 32,5-re nőtt. Tavaly, amikor az adózott eredmény tovább nőtt, a P/E hányados átlaga 42-re emelkedett, amennyiben nem számolunk a külföldi leányvállalat nem konszolidált tőkéjével.

Ha gondosan áttekintjük a közelmúltbeli árfolyamokat, érdekes párhuzamokat és ellentéteket találunk a negyven évvel ezelőttiekkel. Az ipari vállalatok mérlegére oly jellemző egykori „levegőt” teljes egészében kiszorították - azzal, hogy először is napvilágra hozták, majd leírásokkal eltüntették. Ugyanakkor azonban másfajta „levegő” került a részvénypiaci értékelésbe - ami teljes egészében a befektetőknek és a spekulánsoknak köszönhető. Az, hogy jelenleg az IBM nyeresége hétszerese helyett könyv szerinti értéke hétszeresen forog, gyakorlatilag ugyanolyan hatású, mintha egyáltalán nem lenne könyv szerinti értéke. Vagy a kicsiny könyv szerinti értékérszt az árfolyam egyfajta elsőbbségi részvény típusú komponensének tekinthetjük, a maradék pedig pontosan ugyanolyan elkötelezettséget jelképez, mint amelyet a régi idők spekulánsa vállalt magára, amikor pusztán a jövedelmezőképességért és a jövőbeli kilátásaiért megvásárolta a Woolworth vagy a U.S. Steel részvényeit.

Zárójelben érdemes megjegyezni, hogy a harminc év alatt, amelynek során az IBM a nyeresége hétszeresen forgó vállalatból annak a negyvenszeresét érő társasággá változott, az ipari nagyvállalatok általam endogén spekulatív elemeinek nevezett tényezők közül sok eltűnt, vagy legalábbis nagymértékben meggyengült. E vállalatok pénzügyi helyzete szilárd, tőkeszerkezetük konzervatív; a korábbiaknál sokkal

Függelék:

nagyobb szakértelemmel, sőt még tisztességesebben is vezetik őket. A teljes körű adatszolgáltatási kötelezettség ráadásul a sok évvel ezelőtti spekulatív elemek közül az egyik legfontosabbat is eltüntette - azt, amely a befektetők információhiányából és a vállalatok titokzatosságba való burkolózásából eredt.

Engedjenek meg itt egy újabb személyes közbevetést. A Wall Streeten eltöltött korai éveimben egyik kedvenc titokzatos részvényem a Consolidated Gas of New York, mai nevén a Consolidated Edison volt. Ez tulajdonosként birtokolta leányvállalatát, a szépen jövedelmező New York Edison Companyt, ám jelentéseiben az innen származó osztalékot tüntette fel, a teljes nyereséget nem. A jelentésben nem szereplő Edison-nyereség szolgáltatta a titokzatosságot és a „rejtett értéket”. Meglepetésemre azt fedeztem fel, hogy ezeket az elhallgatott számadatokat valójában minden évben beadták az Állami Közműtanácsnak (Public Service Commission). Egyszerű volt az eredményeket kikeresni, és a Consolidated Gas valódi nyereségét egy folyóiratba írt cikkben közzétenni. (Mellékesen a profitnövekmény egyáltalán nem lett látványos.) Egy idősebb barátom ekkor így szólt hozzám: „Ben, most azt gondolhatod, milyen remek fickó vagy, hogy közreadtad ezeket a hiányzó adatokat, ám a Wall Streeten nem sok köszönetre számíthatsz. A Consolidated Gas a titokzatosságával nemcsak hogy érdekesebb, hanem értékesebb is, mint nélküle. Ti, fiatalok, akik mindenbe beleütitek az orrotokat, ti fogjátok tönkretenni a Wall Streetet.”

Való igaz, hogy a három M, amely a spekulatív tüzeket alapjaiban táplálta, mára szinte teljesen eltűnt. A Misztérium, a Manipuláció és a (szűk) Marzs. Ám mi, értékpapír-elemzők olyan értékelési megközelítéseket alkotunk, amelyek önmagukban olyan spekulatívák, hogy teljes mértékben átveszik a helyét ezeknek a régi spekulatív tényezőknek. Hiszen nekünk is van saját „3 M-ünk” – amely nem más, mint a Minnesota Mining and Manufacturing Company -, és ez a részvény tökéletesen illusztrálja számunkra a régi spekulatív tényezőktől gyökeresen különböző új spekulációt. Gondoljunk bele az alábbi számadatokba. Amikor tavaly az M. M. & M. törzsrészvényével 101 dolláron kereskedtek, a piac 1956-os eredményének 44-szeresére értékelte a papírt, amely szám 1957-ben sem változott. Magát a vállalatot 1,7 milliárd dollárra értékelték, amelyből 200 milliót az eszközök nettó értéke, csekély 1,5 milliárd dollárt pedig a piac által a „goodwillnek” adott érték tett ki. Nem vagyunk tisztában azzal, hogyan számolták ki ekkorának a goodwillt; azt azonban tudjuk, hogy néhány hónappal később a piac mintegy 450 millió dollárral, vagyis körülbelül 30 százalékkal lefelé korrigálta saját értékelését. Nyilvánvalóan lehetetlen pontosan kiszámolni egy ilyen nagyszerű vállalat immateriális komponenseinek az értékét. Így egyfajta matematikai szabályként következik, hogy minél meghatározóbb a goodwill vagy a jövőbeli jövedelmezőképesség, annál bizonytalanabbá válik a vállalat valódi értéke, és ebből következően annál spekulatívabbá válik maga a részvény.

Érdemes felismerni azt az alapvető különbséget, amely az efféle immateriális tényezők korábbi és jelenlegi értékelésében kialakult. Egy generációval ezelőtt és korábban is általánosan elfogadott szabály volt - és ez az átlagos részvényárakban,

Függelék:

illetve a formális, illetve jogi értékelésekben is tükröződött -, hogy az immateriális javakat konzervatívabban kell értékelni, mint a materiális eszközöket. Egy jó ipari vállalattól azt várhatjuk, hogy 6 és 8 százalék közötti hozamot érjen el materiális eszközein, amelyeket jellemzően a kötvények és az elsőbbségi részvények képviselnek; ám a vállalat ezt meghaladó többletnyereségét, vagyis az így előálló immateriális javakat olyan 15 százalékos alapon értékelnék. (Körülbelül ilyen arányokkal találkozhatunk a Woolworth elsőbbségi és törzsrészvényeinek 1911-es első kibocsátásánál, valamint számtalan további esetben.) Ám mi történt 1920 óta? Napjainkra lényegében teljesen megfordultak ezek az arányok. Egy vállalatnak most jellemzően olyan 10 százalékos kell elérnie részvénytőkéjén ahhoz, hogy átlagos piaci szint mellett könyv szerinti értékén forogjon. Ám a tőkéje 10 százaléka feletti többletnyereséget a piac általában bőkezűbben, vagyis magasabb szorzóval értékeli, mint a könyv szerinti érték eléréséhez szükséges alapterjeséget. Így a tőkéjén 15 százalék nyereséget elérő vállalat könnyedén foroghat nyeresége 13,5-szeresén, vagyis nettó eszközértéke kétszeresén. Ez pedig azt jelenti, hogy a tőkéjén elért első 10 százalékos hozamot csak 10-szeresén, ám az ezt meghaladó 5 százalékos - amit „többletnek” nevezünk - igazából 20-szorosán értékeli a piac.

Logikus magyarázata van az értékelési folyamatban megfigyelhető ezen fordulatnak, amely a növekedési várakozások új keletű nagyobb súlyához kapcsolódik. A tőkéjükön magas hozamot elérő vállalatok nemcsak önmagában kiváló jövedelmezőségük és az ahhoz kötődő relatív stabilitásuk miatt kapják ezeket a nagyvonalú értékeléseket, hanem sokkal inkább azért, mert a tőkéhez viszonyított magas nyereség általában kéz a kézben jár a kiváló növekedési eredményekkel és kilátásokkal. Így amit manapság a kiválóan jövedelmező vállalatoknál igazából megfizetünk, az nem a goodwill - ahogy azt annak egy jól bevezetett névhez és egy jövedelmező vállalkozáshoz kapcsolódó, régi és korlátozott jelentésében értjük -, hanem a kiváló jövőbeli nyereséggel kapcsolatos várakozások.

Mindez a részvényértékelés iránti új attitűd egy vagy két további matematikai aspektusát juttatja eszembe, amelyeket csupán rövid javaslatok formájában fogok érinteni. Amennyiben, ahogy ezt sok vizsgálat is mutatja, az árfolyam/nyereség hányadosa hajlamos a jövedelmezőséggel együtt emelkedni - azaz a könyv szerinti értékhez viszonyított hozam emelkedik -, akkor ennek a jelenségnek a matematikai következménye az lesz, hogy az érték a nyereség négyzetével arányosan, ám a könyv szerinti *értékkel fordítottan* növekszik. Ily módon az anyagi eszközök fontos és nagyon is kézzelfogható értelemben az átlagos piaci érték forrása helyett annak kerékkötőjévé váltak. Nézzünk egy korántsem szélsőséges példát! Ha A vállalat részvényenként 4 dolláros nyereséget ér el 20 dolláros könyv szerinti értéken, B vállalat pedig szintén 4 dolláros nyereséget 100 dolláros könyv szerinti értéken, akkor A vállalat szinte biztos, hogy magasabb szorzóval, s így magasabb áron forog, mint B vállalat - mondjuk, 60 dollárt érnek A, és 35 dollárt B papírai, így nem lenne téves azt kijelenteni, hogy a B vállalat részvényenként 80 dollárral nagyobb eszközértéke felelős a 25 dollárral alacsonyabb részvényárfolyamért, hiszen a részvényenkénti eredményt egyenlőnek feltételeztük.

Függelék:

Ám az előbbieknél is fontosabb a matematika és a részvényértékek új megközelítésének általános kapcsolata. Amennyiben adott három összetevő: (a) optimista várakozások a nyereség növekedési üteméről, (b) ennek a növekedésnek kellően hosszú időszakra történő feltételezése és (c) a kamatos kamat elvének varázslatos hatása - hoppá! az értékpapír-elemző birtokába került a bölcsék köve, amellyel egy igazán „jó részvény” esetében bármilyen áhított érték kimutatható vagy megindokolható. Az *Analysts' Journal* egy közelmúltbeli cikkében a felsőbb szintű matematika bika piac alatti divatjáról írtam, és David Durand a növekedési részvények értékének számítási módszerei, valamint a szentpétervári paradoxon közötti szembetűnő analógiáról szóló értekezéséből idéztem. (A szentpétervári paradoxon több mint két évszázadig foglalkoztatta és zavarta össze a matematikusokat.) Azt szeretném mondani ezzel, hogy különleges paradoxon áll fenn a matematika és a részvénybefektetéshez való viszonyulás között, mégpedig a következő: a matematikát rendszeren olyan tudománynak tartjuk, amely pontos és megbízható eredményeket ad; ám a részvénypiacokon ez úgy igaz, hogy minél bonyolultabb, és minél nehezebben érthető a matematika, annál bizonytalanabb és spekulatívabb következtetéseket vonhatunk le általa. A Wall Streeten szerzett negyvennégy évnyi tapasztalatom és vizsgálódásaim során soha nem találkoztam a részvények értékelésével vagy a befektetési politikákkal kapcsolatos olyan megbízható számításokkal, amelyekhez nem voltak elegendők az egyszerű matematikai vagy a legalapvetőbb algebrai műveletek. A differenciál- és integrálszámítás vagy a felsőbb szintű algebra használata arra figyelmeztet, hogy a számításokat végző elemző elmélettel igyekezett helyettesíteni a tapasztalatot, illetve a befektetés megtévesztő látszatát próbálta kölcsönözni a spekulációnak.

A részvénybefektetéssel kapcsolatos régi ötletek elég naivnak tűnhetnek a mai kor kifinomult értékpapír-elemzői számára. A legnagyobb hangsúlyt minden esetben arra helyezték, amit ma a vállalat vagy részvény defenzív jellegének neveznénk - vagyis főképpen annak biztosítékára, hogy a vállalat rossz időkben is legalább ugyanannyi osztalékot fog fizetni. Ekképpen az erős vasúttársaságokra, amelyek ötven évvel ezelőtt a mértékadó befektetési célú részvények körét alkották, nagyon hasonlóképpen tekintettek, mint ahogy mostanában a közműszolgáltatókra. Ha a múltbeli eredmények stabilitást jeleztek, a papír megfelelt a legfőbb feltételnek; nem túl sok erőfeszítést fordítottak arra, hogy egy mögöttes jellemző jövőbeli negatív változásának hatásait elemezzék. Ám a fordítottja is igaz: a kivételesen kedvező jövőbeli kilátásokat az értelmes befektetők olyasvalaminek tekintették, amit érdemes keresni, de nem érdemes fizetni érte.

A gyakorlatban ez azt jelentette, hogy a befektetőnek nem kellett jelentős összeget fizetnie a kitűnő hosszú távú kilátásokért. Lényegében felár nélkül megkapta ezeket, mintegy jutalomként saját kiváló intelligenciájáért és megítéléséért, amelyekkel a pusztán jó vállalatok helyett a legjobbakat választotta ki. Hiszen az ugyanolyan pénzügyi erővel, múltbeli nyereségadatokkal és osztalékfizetési stabilitással büszkélkedő vállalatok mind nagyjából ugyanolyan osztalékhozammal forogtak.

Függelék:

Ez valóban rövidlátó nézőpont volt, ám megvolt az az előnye, hogy nemcsak egyszerűvé, hanem alapjaiban véve stabillá és rendkívül jövedelmezővé tette a részvénybefektetéseket. Engedjék meg, hogy még egyszer, utoljára, egy személyes vonatkozást említsek meg. Valamikor 1920 környékén a cég, ahol dolgoztam, *Leckék befektetőiknek* címmel kis füzeteket jelentetett meg. Természetesen ki másnak juthatott eszébe ez az öntelt és önelégült cím, mint jómagamnak, a húszas évei közepén járó, önbizalomtól duzzadó elemzőnek. Ám az egyik írásban azt a mellékes megállapítást tettem, hogy „ha egy részvény jó befektetés, akkor spekulációnak is jó”. Hiszen, érveltem, ha egy részvény olyan stabil, hogy a veszteség nagyon alacsony kockázatát rejt, akkor rendszerint van olyan jó, hogy a jövőbeli nyereség kiváló esélyét hordozza magában. Ez, kérem, tökéletesen helytálló és még értékes felismerés is volt, ám csak azért lehetett igaz, mert senki nem figyelt fel rá. Évekkel később, amikor a nagyközönség ráébredt a részvények hosszú távú befektetésként elérhető historikus érdemeire, a papírok azonnal elvesztették ezen érdemeiket, mert a nagyközönség lelkesedése olyan árszinteket eredményezett, amelyek megfosztották őket beépített biztonsági ráhagyásuktól, és száműzte őket a befektetési kategóriájú eszközök köréből. Ezt követően az inga természetesen a másik szélsőség felé lendült, és hamarosan azt kellett látnunk, hogy az egyik leginkább elismert szaktekintély kijelenti (1931-ben), hogy a részvények befektetésként *soha* nem használhatók.

Amikor kellő távlatból tekintünk a hosszú időszak tapasztalataira, egy másik paradoxont is felfedezhetünk a befektetői attitűd megváltozásában az árfolyamnyereség kontra jövedelem vonatkozásában. Közhelynek tűnik kijelenteni, hogy a régi idők részvénybefektetőjét nem igazán érdekelte az árfolyamnyereség. Szinte teljes egészében a biztonság és a jövedelem érdekében vásárolta papírjait, és hagyta, hogy az árfolyam emelkedése a spekulánsok gondja-baja legyen. Manapság nagyobb valószínűséggel állítjuk azt, hogy minél tapasztaltabb és élesebb elméjű a befektető, annál kevesebb figyelmet fordít az osztalékhozamra, és annál inkább a hosszú távú felértékelődés kerül érdeklődése középpontjába. Mégis, érvelhetnénk, pontosan azért, mert a régi idők befektetője nem a jövőbeli árfolyam-emelkedésre koncentrált, fonák módon gyakorlatilag biztosította azt saját magának, az ipari részvények területén legalábbis mindenképp. És, fordítva, a mai befektetőt oly mértékben foglalkoztatja a jövő előrejelzése, hogy már jó előre nagyvonalúan fizet érte. Így előfordulhat, hogy amit oly sok erőfeszítéssel megjósolt, valóban bekövetkezik ugyan, mégsem származik belőle semmilyen nyeresége. Ám ha nem pontosan a várakozásainak megfelelően alakulnak a dolgok, komoly átmeneti vagy talán végleges veszteségeket kénytelen elkönyvelni.

Milyen *leckéket* - hogy ismét 1920-as füzetem elbizakodott címét használjam - kaphat az elemző abból, ha párhuzamot von a múltbeli és a jelenlegi attitűdök között? Hajlunk arra, hogy semmilyen. Nostalgiaival tekinthetünk vissza a régi szép időkre, amikor csak a jelenért fizettünk, és ingyen megkaptuk a jövőt - egy „minden és ráadásul az ég” típusú párosítás.' Szomorúan ingatjuk a fejünket, és

* **Graham** itt az Anatole Litvak által rendezett, 1940-es romantikus filmdráma címét idézi.

Függelék:

olyanokat mormogunk a bajszunk alatt, hogy „ezek a napok mindörökre véget értek”. Nem arról van szó, hogy a befektetők és az értékpapír-elemzők ettek a jó és a rossz kilátások tudásának fáján termő gyümölcsből? És ezzel végérvényesen kiűzték magukat a Paradicsomból, ahol minden bokorban mérsékelt árfolyamú, ígéretes részvények nőnek? Állandóan arra vagyunk kárhóztatva, hogy vagy ésszerűtlenül magas árat fizessünk a jó minőségért és kilátásokért, vagy gyenge minőséggel és távlatokkal legyünk kénytelenek beérni, ha méltányosnak tűnő árat fizetünk?

Nagyon úgy tűnik, hogy igen. Mégis, még ebben a pesszimista dilemmában sem lehetünk biztosak. A közelmúltban megvizsgáltam egyik gigászunk, a General Electric hosszú távú történetét - amire a nemrégiben megjelent 1957. évi jelentésben található, az elmúlt ötvenkilenc év nyereségét és osztalékát bemutató lebilincselő diagram adta az ihletet. Ezek a számadatok még a tájékozott elemzőknek is meglepetést okozhatnak. Egyrészt az olvasható ki belőlük, hogy 1947 előtt a G. E. növekedése viszonylag szerény mértékű és eléggé egyenetlen volt. Az 1946-os részvényenkénti eredmény csak 30 százalékkal haladta meg az 1902-est - 52 cent szemben a 40 centtel -, és ezen időszak alatt a vállalat egyetlen évben sem ért el az 1902. évit legalább megduplázó nyereséget. Ennek ellenére az árfolyam/nyereség hányados az 1910-ben és 1916-ban mért 9-ről 29-re nőtt 1936-ban, majd 1946-ban is. Természetesen mondhatnánk azt, hogy az 1946-os szorzó az éles elméjű befektetők bölcs előrelátását tükrözi. Mi, elemzők, már akkor előre láttuk, hogy milyen rendkívül fényes növekedés időszaka előtt áll a vállalat. Talán így van. Ám néhányan önök közül bizonyára emlékeznek arra, hogy a következő évben, 1947-ben, amikor a G. E. részvényenkénti eredménye lenyűgöző új csúcst ért el, a papír árfolyam/nyereség aránya rendkívüli mértékben visszaesett. A 3:1 arányú részvényfelaprózás előtt bekövetkezett 32 dolláros mélypontján a részvényt aktuális nyereségének csupán kilencszeresén jegyezték, és éves átlagára is eredményének csupán a tízszeresét tette ki. Szemmel láthatóan kristálygömbünk rövid tizenkét hónapon belül csődöt mondott.

Ez a szembetűnő fordulat mindössze tizenegy évvel ezelőtt történt. Számomra némiképp kétségbe vonja annak az elemzők körében népszerű hiedelemnek a megbízhatóságát, amely szerint a meghatározó és ígéretes vállalatok most már mindig magas árfolyamnyereség hányadossal fognak forogni - és hogy ez az élet alapvető tényei közé tartozik a befektetők számára, akik elfogadják ezt, és örülnek neki. Egyáltalán nem kívánok dogmatikusan nyilatkozni erről. Mindössze annyit mondhatok, hogy saját eszemmel ezt nem tudom elfogadni, és önök közül mindenkinek saját magában kell helyretenni ezt a kérdést.

Mindazonáltal záró megjegyzéseimben tudok valami egyértelműt mondani a különböző típusú részvények piaci szerkezetéről, azok befektetési és spekulatív jellegéről. A régi időkben a részvény befektetési jellege nagyjából-egészéből megegyezett, vagy arányban volt a mögötte álló vállalatéval, amit egészen jól mért annak hitelminősítése. Minél alacsonyabb hozamot lehetett elérni a kötvényein és elsőbbségi részvényein, annál nagyobb valószínűséggel felelt meg a törzsrész-

Függelék:

vény a kielégítő befektetés kívánalmainak, és annál kevesebb spekulatív elem társult a vételéhez. Ezt, a részvény spekulatív besorolása és a vállalat befektetési minősítése közötti kapcsolatot grafikusán egy balról jobbra ereszkedő vonallal lehetett a legjobban ábrázolni. Ám napjainkban U alakúnak mondanám ezt a görbét. Baloldalt, ahol a vállalat maga spekulatív, és a hitelminősítése alacsony, természetesen a részvény is erősen spekulatív, ahogy ez a múltban is mindig így volt. A skála másik végén azonban, ahol a vállalat hitelminősítése a kiváló múltbeli eredmények és a pazar jövőbeli kilátások okán a lehető legjobb, azt látjuk, hogy a részvényt piac többé-kevésbé folyamatosan egy rendkívül spekulatív elemet visz a részvényekbe - egyszerűen a már jelentős mértékű kockázatot tartalmazó magas ár formájában.

Ennél a pontnál nem tudom megállni, hogy ne citáljak egy meglepően releváns, ugyanakkor kissé eltúlzott idézetet, amelyet nemrégiben fedeztem fel az egyik Shakespeare-szonettben. Így szól:

*Hányszor, ki pusztá külső bájt imád.
Többet veszt, mint nyerni is reméle!'*

Képzletbeli görbémhez visszatérve, a középső területen lenne a részvényvásárlásban rejlő spekulatív elem a legkisebb. Számos jól bevezetett és erős vállalatot találunk ezen a területen, olyanokat, amelyek múltbeli növekedése összhangban van a nemzetgazdaság egészének növekedésével, és nyilvánvalóan hasonló jövőbeli kilátásokkal kecsegtetnek. A bika piac felső tartományait leszámítva a legtöbbször - a kimutatott belső értékükhöz képest - mérsékelt áron lehet ilyen részvényeket vásárolni. Mivel napjainkban mind a befektetők, mind a spekulánsok inkább a fényesebben csillogó részvényekre koncentrálnak, még azt a kijelentést is megkockáztatnám, hogy ezek a közbülső részvények hajlamosak összességében a függetlenül kimutatható értékük alatt forogni. Így ugyanaz a piaci preferencia és előítélet, amely semmivé teszi az ígéretesebb részvények biztonsági ráhagyását, ezekben a papíroknak megteremti azt. Ráadásul az ilyen vállalatok széles köre komoly teret enged a múltbeli eredmények mélyreható elemzésének és a jövőbeli kilátások alapján történő kiválasztásnak, amelyhez még a diverzifikálás útján elérhető magasabb biztonsági tényező is hozzáadódik.

Amikor Phaethón erősködött, hogy szekerét a Napba vezeti, apja, a tapasztalt öreg, tanácsot adott neofita fiának, amelyet az figyelmen kívül hagyott - és pórul járt. Ovidius három szóban foglalta össze Phoebus Apolló intelmét:

*Medius tutissimus ibis
Középen járhatsz a legbiztosabban*

Úgy gondolom, ez az elv a befektetőkre és értékpapír-elemző tanácsadóikra egyaránt érvényes.

* Szász Károly és Győry Vilmos fordítása

Függelék:

5. Esettanulmány: Aetna Maintenance Co.

A történet első részét könyvünk 1965-ös kiadásából vettük át, ahol *Elrettentő példa* cím alatt közöltük. A második rész a vállalat későbbi átalakulását foglalja össze.

Úgy gondoljuk, üdvöztető lehet olvasóink új részvénykibocsátásokkal kapcsolatos jövőbeli attitűdjére, ha részletesen citálunk egy „elrettentő példát” is. Az eset a Standard & Poor's *Stock Guide* nevű kiadványának első oldaláról származik, és kiválóan illusztrálja az 1960 és 1962 közötti részvénykibocsátások szembeszökő gyengeségeit, a rendkívül túlárzott piaci árfolyamokat, valamint a bekövetkező összeomlást.

1961 novemberében 9 dolláros kibocsátási áron nyilvánosan értékesítették az Aetna Maintenance Co. 154000 ezer darab törzsrészvényét. Az árfolyam egyből egészen 15 dollárig szaladt fel. A tőkebevonás előtt körülbelül 1,20 dollár volt a részvényenkénti nettó eszközérték, amely az új részvények értékesítéséből befolyt pénzzel valamivel 3 dollár fölé emelkedett.

A kibocsátás előtt a következőképpen alakult a bevétel és a nyereség (dollárban):

...-ban véget ért év	Bevétel	Törzsrészvényekre jutó nyereség	Részvényenkénti eredmény
1961. június	3615000	187000	0,69
(1960. június)*	(1527000)	(25000)	(0,09)
1959. december	2215000	48000	0,17
1958. december	1389000	16000	0,06
1957. december	1083000	21000	0,07
1956. december	1003000	2000	0,01

* Hat hónapra.

A kibocsátás után pedig így festettek ezek a mutatók:

1963. június	4681000	-42000	-0,11
1962. június	4234000	149000	0,36

1962-ben az árfolyam 2,67 dollárra esett, 1964-ben pedig már csak 87,5 centet adtak a papírért. Ebben az időszakban a vállalat osztalékot nem fizetett.

MEGJEGYZÉS: Ez a vállalkozás nagyon kicsi volt ahhoz, hogy nyilvánosan jegyzett vállalatként működjön. A részvényt *egyetlen jó év* alapján adták el - és vették meg -, a korábbi eredmények neveltségesek voltak. Semmi olyan nem volt ennek a rendkívül erős versenykörnyezetben működő vállalkozásnak a természetében, ami garantálta volna a jövőbeli stabilitást. A kibocsátás utáni magas árfolyamon a gondatlan nagyközönség sokkal többet fizetett a cég nyereségéért és eszközeiért, mint amilyen árfolyamon legnagyobb és legerősebb vállalataink többsége forgott.

Függelék:

Ez a példa bevallottan szélsőséges, ám egyáltalán nem egyedi; a kisebb mértékű, ám ugyanígy megbocsáthatatlan túlértékelések száma százas nagyságrendű.

Folytatás, 1965-1970

1965-ben új érdekeltségi kör érkezett a vállalathoz. Eladták a nem jövedelmező épület-karbantartási üzletágot, és a cég teljesen eltérő vállalkozásba, elektromos eszközök gyártásába fogott. A vállalatnevet Haydon Switch and Instrument Co.-re cserélték. A nyereségadatok nem lettek meggyőzőbbek. Az 1965 és 1969 közötti öt évben a vállalat „régirészvényenként” csupán átlag 8 cent eredményt tudott felmutatni úgy, hogy a legjobb üzleti évben, 1967-ben részvényenként 34 cent nyereséget mondhattak a magukénak. 1968-ban azonban a kor szellemének megfelelően a társaság 2:1 arányú részvényfelaprózást hajtott végre. A piaci árfolyam is Wall Street-i mintára viselkedett. Az 1964-es 87,5 centről az 1968-as felaprózást követően - azt figyelembe véve - 16,5 dollárra nőtt. Az árfolyam a lelkesedéstől fűtött 1961-es rekordját is túlszárnyalta ezzel. A túlértékeltség ez alkalommal még a korábbinál is borzasztóbb volt. A részvény az egyetlen jó évében elért nyereség 52-szeresén, átlagos profitjának pedig mintegy 200-szorosán forgott. A vállalat aztán az új árfolyamcsúcs évére veszteséget jelentett. A következő évben, azaz 1969-ben az árfolyam 1 dollárra esett vissza.

KÉRDÉSEK: Azok az idióták, akik 1968-ban több mint 8 dollárt fizettek a részvényért, ismerték-e egyáltalán a vállalat korábbi történetét, öt éves nyereségadatait, (nagy on alacsony) eszközértékét? Volt fogalmuk arról, hogy mennyit - pontosabban milyen keveset - kapnak a pénzükért? Érdekelte őket? Felelős-e egyáltalán bárki is a Wall Streeten az ilyen teljesen esztelen, megdöbbentően széles körben elterjedt és elkerülhetetlenül katasztrófához vezető spekulációk rendszeres előfordulásáért?

6. A Sharon Steels-részvények NVF általi felvásárlásának adózási szempontú könyvelése

1. 1969-ben az NVF úgy szerezte meg a Sharon-részvények 88 százalékát, hogy cserébe részvényenként 70 dollár névértékű, 5 százalékos kamatozású, 1994-es lejáratú NVF-kötvényt, valamint 22 dolláros árfolyamon másfél NVF-részvény megvásárlására jogosító részvényutalványt adott. A kötvények piaci értéke akkoriban csupán a névérték 43 százalékát tette ki, míg a részvényutalványokat NVF-részvényenként 10 dolláros árfolyamon jegyezték. Ez azt jelentette, hogy a Sharon tulajdonosai csupán 30 dollár értékű kötvényt és 15 dollár értékű részvényutalványt, vagyis összesen 45 dollárt kaptak minden egyes részvényükért. (Ez körülbelül a Sharon 1968-as átlagárának, illetve záró árának felelt meg.) A Sharon könyv szerinti értéke részvényenként 60 dollár volt. A Sharon-részvények könyvszerinti értéke és piaci árfolyama közötti különbség az NVF által megszerzett 1415 000 darab részvény esetében körülbelül 21 millió dollárra rúgott.

Függelék:

2. Az ügylet könyvelésével három célt kívántak elérni: (a) A kötvénykibocsátást úgy kezeljék, mintha 43 százalékon „adtak volna el” papírokat, ami a hatalmas kötvénydiszkont értékvesztése miatt mintegy 54 millió dollárral csökkenti az éves nyereséget. (Ez ténylegesen körülbelül 15 százalékos évi kamattal terhelné a 99 millió dolláros adósságlevél-kibocsátásból befolyt summát, (b) A kötvénydiszkontköltséget egy körülbelül ugyanekkora „nyereséggel” ellentételezzék, amely a Sharon-részvények 45 dolláros költsége és a 60 dolláros könyv szerinti értéke közötti különbség tizedének megfelelő eredményjövívítésből állt. (Ez annak a kötelező könyvelési gyakorlatnak felelt volna meg - igaz, fordítva - hogy az akvizíció a megszerzett eszközök könyv szerinti értéke *felett* fizetett árának egy részével *csökkenteni* kell a nyereséget.) (c) Ennek a konstrukciónak az lenne a szépsége, hogy a vállalat a fenti két tétel alapján kezdetben évi körülbelül 900000 dollárt, vagyis részvényenként egy dollárt tudna megtakarítani a társasági adóból, mivel a diszkontkötvény értékvesztése levonható az adóköteles jövedelemből, a „névérték alatt vásárolt értékpapír bekerülési értéke és névértéke közötti különbözet” viszont nem számít bele az adóköteles jövedelembe.

3. Ez a könyvelési trükk az NVF 1969-es konszolidált eredménykimutatásában és a konszolidált mérlegében, illetve az 1968-as pro forma kimutatásokban is tükröződik. Mivel a Sharon-részvények költségének jó részét úgy kellett kezelni, mint amit a részvényutalványokkal fizettek meg, a részvényutalványok kezdeti piaci értékét a részvénytőke részeként kellett szerepeltetni. Így ebben a - tudomásunk szerint egyedülálló - esetben a mérlegben jelentős értéket, nevezetesen több mint 22 millió dollárt rendeltek a részvényutalványokhoz (ám csupán a pénzügyi beszámoló kiegészítő mellékletében jelezték ezt).

7. Technológiai vállalatok befektetésre

1971 közepén a Standard & Poor's kiadványaiban mintegy 200 olyan vállalatot találhattunk, amelyek neve az alábbi előtagok valamelyikével kezdődött: Compu-, Data-, Electro-, Scien-, Techno-. Ezek körülbelül fele a számítógépes iparág valamelyik részébe volt sorolható. Mindegyikkel nyilvánosan kereskedtek, vagy már kezdeményezték a nyilvános részvénykibocsátásukat.

Összesen 46 ilyen vállalat szerepelt az S&P *Stock Guide* 1971. szeptemberi számában. Közülük 26 veszteséget jelentett, csupán hatnak volt részvényenkénti egy dollárt meghaladó nyeresége, és mindössze öt fizetett osztalékot.

Az 1968. decemberi *Stock Guide*-ban 45 olyan vállalatot találhattunk, amelynek hasonló technológiai neve volt. Ezek alakulását nyomon követve, az alábbi eredményeket olvashattuk ki a kiadvány 1971. szeptemberi számából:

Függelék:

Vállalatok száma	Árfolyama emelkedett	Árfolyama a felénél kevesebbet esett	Árfolyama a felénél többet esett	Kikerült a Stock Guide-ból
45	2	8	23	12

MEGJEGYZÉS: Gyakorlatilag biztos, hogy a *Guide-ban* 1968-ban nem szereplő technológiai vállalatok a későbbiekben gyengébb eredményeket értek el, mint a kiadványban lévők; ugyanígy biztos az is, hogy a listáról kiesett 12 vállalat a bennmaradóknál gyengébben teljesített. E minták kiábrándító eredményei kétségkívül jól mutatják a „technológiai” részvények minőségét és árfolyamának alakulását. Az IBM és néhány másik vállalat kivételes sikere az új nyilvános részvénykibocsátások egész áradatát hozta ezen a területen, amely részvényeken gyakorlatilag garantált volt a jelentős bukás.

Végjegyzetek

Bevezetés: Milyen célt hivatott szolgálni a könyv?

1. A „korlátozott részvény” (letter stock) az Értékpapír- és Tőzsd felügyeletnél értékesíthetőség céljából nem regisztrált értékpapír, amelynél a vevő kijelenti, hogy a vásárlás befektetési céllal történt.
2. A Moody's AAA minősítésű kötvényekre és ipari részvényekre vonatkozó adatai.

1. fejezet: Befektetés kontra spekuláció: Milyen eredményekre számíthat az intelligens befektető?

1. Benjámín Graham, Dávid L. Dodd, Sidney Cottle és Charles Tatham, McGraw-Hill, 4. kiadás, 1962. A *Security Analysis* 1934-es kiadásának változatlan utánnyomását 1996-ban adták ki újra (McGraw-Hill).
2. Idézet Lawrence Chamberlain: *Investment and Speculation* című, 1931-es könyvéből.
3. A Federal Reserve Board által készített felmérésben.
4. 1965-ös kiadás, 8. oldal.
5. Azt feltételezzük itt, hogy az átlagos befektető számára 40 százalékos az osztalékra, illetve 20 százalékos az árfolyamnyereségre vonatkozó legmagasabb adókulcs.

2. fejezet: A befektető és az infláció

1. Ez a rész Nixon elnök 1971. augusztusi ár- és bérbefagyasztása előtt íródott, amelyet a szabályozások rendszerének „2. szakasza” követett. Ezek a fontos fejlemények megerősíteni látszanak a fentebb kifejtett nézeteinket.
2. A Standard & Poor's index 425 ipari vállalata esetében a részvények mögötti nettó anyagi eszközökre vetített hozam körülbelül 11,5 százalék volt - részben a DJIA 30 részvénye között nem szereplő, nagy és rendkívül nyereséges IBM bevonása okán.
3. Az American Telephone & Telegraph által 1971-ben kiadott diagraból kiolvasható, hogy a lakossági telefonszolgáltatásért felszámított díjak valamivel alacsonyabbak voltak 1970-ben, mint 1960-ban.
4. Közzétéve a *Wall Street Journal*-ben, 1970. október.

3. fejezet: A részvénytőzsdé története egy évszázada: a részvényárfolyamok szintje 1972 elején

- 1- A Standard & Poor's és a Dow Jones is külön indexszel rendelkezik a köz-műszolgáltatói és szállítmányozási (főként vasúti) szektor vállalataival. 1965 óta a New York-i Értéktőzsde az összes jegyzett részvény árfolyammozgását jelképező indexet számítja.
2. A Chicagói Egyetem Értékpapír-árfolyamok Kutatóközpontjában (Center for Research in Security Prices) a Charles E. Merrill Alapítvány által nyújtott támogatásból elvégzett kutatás.
3. Ezt a részt először 1971 elején írtuk, amikor a DJIA 940 pontnál járt. Az ezzel ellentétben, a Wall Streeten általános elfogadott nézetre látunk példát egy átfogó felmérésben, amely szerint a DJIA 1975-re várt értékének mediánja 1520 pont volt. Ez 1971 közepén mintegy 1200 pontos diszkontált indexértéknek felelt meg. 1972 márciusában, egy köztes, 798 pontig tartó visszaesés után a DJIA újra elérte a 940 pontot. Grahamnak megint igaza lett. Az általa említett „átfogó felmérés” túl optimistának bizonyult, mégpedig egy teljes évtizeddel: a Dow Jones Industrial Average egészen 1985. december 13-ig nem tudott 1520 pont felett zárni!

4. fejezet: Általános befektetési politika: az óvatos befektető

1. Megfelelő biztonság mellett magasabb adómentes hozam szerezhető egyes *ipari jövedelemkötvényekből*, amelynek viszonylag új jövevények a pénzügyi instrumentumok között. Különösen a vállalkozó szellemű befektető számára lehetnek érdekesek ezek az értékpapírok.

5. fejezet: Az óvatos befektető és a részvények

1. *Practical Formulas for Successful Investing*, Wilfred Funk, Inc., 1953.
2. Napjainkban a befektetési döntések matematikai megközelítésében megszokottá vált a „kockázatnak” az átlagos árfolyamváltozás vagy „volatilitás” alapján történő meghatározása. Lásd például Richárd A. Brealey: *An Introduction to Risk and Return*, The M.I.T. Press, 1969. A „kockázat” szó megalapozott befektetési döntésekkel kapcsolatos ilyen használatát inkább károsnak, mintsem hasznosnak érezzük - mivel túl nagy hangsúlyt helyez a piaci ingadozásokra.
3. 1971-ben a DJIA mind a harminc vállalata megfelelt ennek.

6. fejezet: Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a negatív megközelítés

1. 1970-ben a Milwaukee komoly veszteséget jelentett. Felfüggesztette a jövedelemkötvények után járó kamatfizetéseket, így az 5 százalékos kamatozású kötvény árfolyama 10 százalékra zuhant.
2. Például: a Cities Service 6 dollár elsőbbségi osztalékot fizető, rendes osztalékra nem jogosító elsőbbségi részvényei 15 dolláron forogtak 1937-ben és 27 dolláron 1943-ban, amikor a felhalmozott osztalék részvényenként már 60 dollárt tett ki. 1947-ben részvényenként 196,50 dollár névértékű, 3 százalékos kamatozású

kötvényért cserébe visszavásárolták, és ekkor 186 dolláros árfolyamon forogtak a papírok.

3. A Nemzeti Gazdaságkutató Iroda (National Bureau of Economic Research) irányítása alatt végzett átfogó statisztikai vizsgálat alátámasztotta, hogy ténylegesen ez volt a helyzet. Graham itt W. Braddock Hickman *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (Princeton University Press, 1958) című munkájára hivatkozik. Hickman könyve inspirálta a későbbiekben Michael Miikent (Drexel Bumham Lambert), hogy magas kamatozású tőkebevonást ajánljon a befektetési besorolásúnál gyengébb vállalatoknak, elősegítve ezzel a 80-as évek végének tőkeáttételes kivásárlási és ellenséges felvásárlási lázát.
4. A Standard & Poor's *Stock Guide*-ből kiválasztott 41 részvény reprezentatív mintája azt mutatja, hogy öt közülük maximális árfolyamuk több mint 90 százalékat elvesztette, 30 annak több mint a felét, a teljes csoport pedig körülbelül a kétharmadát. A kiadványban nem szereplő számos papír összességében ennél vitathatatlanul nagyobb veszteséget szenvedett el.

7. fejezet: Befektetési politika a vállalkozó szellemű befektetőnek: a pozitív oldal

1. Lásd például Lucile Tomlinson, *Practical Formulas for Successful Investing*; valamint Sidney Cottle és W. T. Whitman, *Investment Timing: The Formula Approach*; mindkét könyv 1953-ban jelent meg.
2. Egy szokásos eredményekkel rendelkező cég - a kifejezés összezavaró használata nélkül - nem nevezhető növekedési vállalatnak vagy „növekedési részvénynek” pusztán azért, mert valakik arra számítanak, hogy a jövőben az átlagnál jobban teljesít. Az legfeljebb „ígéretes vállalat”. Graham apró, mégis fontos megállapítást tesz: ha a növekedési részvénynek a jövőben jól prosperáló vállalat a definíciója, akkor az egyáltalán nem definíció, hanem vágyálom. Olyan, mint amikor egy csapatot már a bajnokság vége előtt „bajnoknak” neveznek. A vágyálom ma is fennáll; a befektetési alapok „növekedési portfólióját” úgy szokás leírni, mint amely „az átlag feletti növekedési potenciállal” vagy „kedvező eredménynövekedési kilátásokkal” rendelkező papírokat tartalmazza. Pontosabb meghatározás lenne az, hogy az előző öt évben legalább évi átlag 15 százalékkal növekvő részvényenkénti nyereséget felmutatni tudó vállalatok. (Az, hogy egy vállalata múltban megfelelt ennek a definíciónak, nem garantálja, hogy ez a jövőben is így lesz.)
3. Lásd 7.1. táblázat.
4. Két régi Wall Street-i mondás, amely erre a helyzetre illik: „A fák nem nőnek az éjig”, és „A bikán is lehet keresni, a medvén is lehet keresni, de a birka egyikén sem fog.”
5. Két kutatás áll rendelkezésünkre. Az egyik diákunk, H. G. Schneider által készített az 1917-1950 közötti éveket fedi le, és 1951 júniusában jelent meg a *Journal of Finance*-ben. A másodikat a Drexel Firestone, a New York-i Értéktőzsde egyik tagja készítette, ez az 1933-1969 közötti időszakról foglalkozik. Az adatokat a kutatást végzők szíves engedélyével közöljük.
6. A különleges szituációk még 1971-ben is létező három példájáért lásd a 322-324. oldalt.

8. fejezet: A befektető és a piaci ingadozások

1. Kivéve talán a mérsékelt árszinten elkezdett költségátlagoló programokat.
2. Ám Robert M. Ross, a Dow-elmélet egyik szaktekintélye szerint az 1966 decemberében és 1970 decemberében mutatott utolsó két vételi jelzés jóval az előző eladási pontok alatt volt.
3. A három legmagasabb minősítés kötvények és elsőbbségi részvények esetén Aaa, Aa és A a Moody's-nál és AAA, AA és A a Standard & Poor's-nál. Ezeknél gyengébb minősítések is léteznek, egészen D-ig lefele.
4. Európában ezt az ötletet már valamelyest megvalósították - például az állami tulajdonú, olasz energetikai konszern „garantált változó kamatozású”, 1980-as lejáratú kötvényével. 1971 júniusában úgy hirdették New Yorkban, hogy a következő hat hónapra évi 8,125 százalékos kamatlábat fizetnek a kötvényért. Egy ilyen rugalmas konstrukciót építettek be a The Toronto-Dominion Bank 1991-es lejáratú, 1971 júniusában kibocsátott „7-8%-os adósságlevelébe”. A papírok 7 százalékos kamatot fizetnek 1976 júliusáig, azt követően pedig 8 százalékot, de a tulajdonosaik 1976 júliusában dönthettek úgy, hogy visszakerik tőkájüket.

9. fejezet: A befektető és a befektetési alapok

1. Az értékesítési díjat általánosságban az eladási ár százalékában határozzák meg, amely ár már a díjat is tartalmazza, így azt a látszatot kelti, hogy az alacsonyabb, mintha a nettó eszközértékből számítanánk. Úgy gondoljuk, hogy ez az értékesítési trükk méltatlan ehhez a jó hírű iparághoz.
2. G. E. Kaplan és C. Welles, *The Money Managers*, Random House, 1969.
3. A „korlátozott részvénye” definícióját lásd az 469. oldalon.
4. Egy először 1852-ben kiadott könyv címe. A kötet a „dél-tengeri buborékot”, a tulipánlázat és egyéb híres régi spekulációkat ír le. A művet Bernard M. Baruch, a közelmúlt talán egyetlen folyamatosan sikeres spekulánsa 1932-ben újra kiadta. *Megjegyzés:* ez akkor már eső után köpönyeg volt. Charles Mackay *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (Metró Books, New York, 2002) című könyve 1841-ben jelent meg először. A mű, amely nem is túl könnyű, és nem is mindig kellően pontos olvasmány, azt taglalja, miként lehetséges, hogy sok ember gyakran nagyon buta dolgokat is elhisz - például azt, hogy a vas arannyá változtatható át, a szellemek leginkább péntek éjszaka jelennek meg, vagy a részvénypiacon gyorsan meg lehet gazdagodni. Tényszerűbb áttekintésért olvassuk el Edward Chancellor *Devil Take the Hindmost* (Farrar, Straus & Giroux, New York, 1999) című könyvét; ha pedig könnyebb olvasmányra vágyunk, lapozzunk bele Róbert Menschel *Markets, Mobs, and Mayhem: A Modern Look at the Madness of Crowds* (John Wiley & Sons, New York, 2002) című művébe.

10. fejezet: A befektető és tanácsadói

1. A vizsgákat az Okleveles Pénzügyi Elemzők Intézete (Institute of Chartered Financial Analysts), a Pénzügyi Elemzők Szövetségének (Financial Analysts Federation) egyik szervezete tartja. Ez utóbbi több mint 50 ezer tagot számláló egyesületekből áll.

2. A NYSE szigorú szabályokat léptetett életbe e veszély mérséklésére, ám ez szemmel láthatóan nem hozta meg a várt eredményeket.
3. Az új kibocsátásokat ma már csak az Értékpapír- és Tőzsdefelügyelet szabályainak megfelelően elkészített kibocsátási tájékoztató birtokában lehet értékesíteni. A dokumentumnak az értékpapírra és a kibocsátóra vonatkozó összes releváns adatot tartalmaznia kell, így tökéletesen alkalmas arra, hogy a *megfontolt befektetőt* tájékoztassa a felkínált értékpapír pontos természetéről. Ám éppen a megkívánt adatok széles köre elrettentőrn terjedelmessé teszi a tájékoztatót. Általános véleményem, hogy az új kibocsátásokat vásárló *magánszemélyek* csak nagyon szerény százaléka olvassa el kellő alaposággal a tájékoztatót. Így az ilyen befektetők elsődlegesen továbbra sem saját megítélésük, hanem az értékpapírt forgalmazó bróker cég értéktétele vagy a konkrét értékesítő vagy ügyfélkapcsolat-tartó ajánlása alapján cselekszenek.

11. fejezet: Értékpapír-elemzés a nem hivatásos befektetőnek: általános megközelítés

1. Tankönyvünk, a Benjámín Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle és Charles Tatham által írt *Security Analysis* (McGraw-Hill, 4. kiadás, 1962) megtartotta az 1934-ben eredetileg választott címet, ám nagyrészt a pénzügyi elemzés területével foglalkozik.
2. Társszerző Charles McGolrick, Harper & Row, 1964. A könyvet 1998-ban újra megjelentette a Harper-Business kiadó.
3. Az adatok forrása a Salomon Bros., a nagy New York-i kötvénybróker.
4. Legalábbis az értékpapír-elemzők és befektetők többsége által nem. Olyan kivételes képességű elemzők, akik előre meg tudják mondani, hogy valószínűleg mely vállalatokat érdemes mélyrehatóan tanulmányozni, és rendelkeznek az ehhez szükséges eszközökkel és ismeretekkel, sikert érhetnek el ezzel a munkával. Egy ilyen megközelítésről bővebben olvashatunk Philip Fisher *Common Stocks and Uncommon Profits* (Harper & Row, 1960) című munkájában.
5. A 240. oldalon megadunk egy olyan képletet, amely a várt növekedési ütem alapján becsüli meg a részvények értékét.
6. A Chrysler árfolyamában bekövetkezett robbanást részben a meghatározó vállalatok körében példátlan, egyetlen éven belül (1963) végrehajtott két 2:1 arányú részvényfelosztás váltotta ki. A 80-as évek első felében, Lee Iacocca vezetése alatt a Chrysler triplázott, és a csőd széléről jött vissza, hogy Amerika egyik legjobban teljesítő részvénye legyen. A nagy vállalati visszatéréseket levezényelni képes vezetők azonosítása azonban nem olyan egyszerű, mint amilyennek tűnik. Amikor Al Dunlap 1996-ban - miután sikeresen átszervezte a Scott Paper Co.-t (és 18 hónap alatt 225 százalékkal feljebb tornázta a részvény árfolyamát) - átvette a Sunbeam Corp.-t, a Wall Street kis híján Messiásként üdvözölte. Dunlapról később kiderült, hogy szélhámos, aki tisztességtelen könyvelési módszerekkel és hamis pénzügyi kimutatásokkal vezette félre a Sunbeam befektetőit - köztük az őt kinevező olyan nagyra becsült vagyongazdálkodókat, mint Michael Price és Michael Steinhardt. Dunlap

Végjegyzetek

karrierjének precíz taglalásáért lásd John A. Byrne *Chainsaw* (HarperCollins, New York, 1999) című könyvét.

7. Felhívjuk a figyelmet, hogy nem azt sugalljuk ezzel, hogy a képlet egy növekedési részvény „valódi értékét” mutatja meg, hanem csupán közelít a sokkal bonyolultabb számítások eredményeihez.

12. fejezet: Megfontolásra érdemes gondolatok a részvényenkénti eredményről

1. A részvényutalványok okozta hígítási hatás kezelésére javasolt módszerünket lásd lejjebb. Azt a megoldást preferáljuk, hogy a részvényutalványok piaci értékét hozzáadjuk a törzsrészvények piaci árfolyam alapján számított teljes értékéhez.

13. fejezet: Négy tőzsdén jegyzett vállalat összehasonlítása

1. 1972 márciusában az Emery 1971-es nyeresége 64-szeresén forgott!

14. fejezet: Részvénykiválasztási alapelvek az óvatos befektető számára

1. Az évek során bekövetkezett számtalan részvényfelaprózás stb. miatt a DJIA-lista tényleges átlagára 53 dollár volt 1972 elején.
2. 1960-ban a 29 ipari vállalat közül csak kettő nem felelt meg a rövid lejáratú kötelezettségek kétszeresét kitevő forgóeszközökre vonatkozó feltételnek, és olyan is csupán kettő volt, ahol a nettó forgóeszközök értéke nem haladta meg a vállalat adósságállományát. 1970 decemberére ez a szám mindkét feltétel esetén kettőről tizenkettőre nőtt.
3. Ám érdemes megjegyezni, hogy 1970 decembere és 1972 eleje közötti együttes piaci teljesítményük gyengébb volt, mint a DJIA-é. Ez megint csak azt bizonyítja, hogy egyetlen rendszer vagy képlet sem fog kiváló piaci eredményeket garantálni. Feltételeink csak azt „garantálják”, hogy a portfólió vásárlója a megfelelő értéket kapja pénzéért.
4. Ennek következményeként a gázvezeték-vállalatok többségét kénytelenek vagyunk kizárni, mivel ezek a társaságok igen jelentős mennyiségű kötvényt bocsátanak ki. Ezt a konstrukciót a kötvénykifizetéseket „garantáló” vételi szerződések mögöttes struktúrája indokolja; ám ezek a megfontolások túl összetettek az óvatos befektető igényeihez.

15. fejezet: Részvénykiválasztási alapelvek a vállalkozó szellemű befektető számára

- 1.1. Friend, M. Blume és J. Crockett: *Mutual Funds and Other Institutional Investors: A New Perspective*, McGraw-Hill, 1970. Hozzá kell tennünk, hogy számos általunk vizsgált alap valamivel jobb teljesítményt ért el, mint a Standard & Poor's 500 index, a DJIA eredményét pedig jócskán meghaladták.
2. Személyes megjegyzés: Sok évvel az adott vállalat részvénypiaci tűzijátéka előtt a szerző a „pénzügyi alelnök” pozícióját töltötte be a társaságnál, igen „fejedelmi”, évi 3000 dolláros fizetésért. Akkoriban még valóban a tűzijátékok üzletágban volt érdekelt a vállalat. Graham 1929 elején pénzügyi alelnöke lett az Unexcelled Manufacturing Co.-nek, az ország legnagyobb tűzijátékgyártó cégének.

Végjegyzetek

Az Unexcelledből később széles termékkálát felvonultató vegyipari cég lett, amely önálló formában ma már nem létezik.

3. A *Gitide* 99 feletti szorzókat nem tartalmaz. Azok többsége valószínűleg matematikai sajátosság, amelyet a nullát csak kis mértékben meghaladó nyereség okoz.

16. fejezet: Átváltható értékpapírok és részvényutalványok

1. Kiválóan illusztrálja ezt a Ford Motor Finance Co. két kötvénye, amelyeket egyszerre, 1971 novemberében bocsátottak ki. Az egyik egy 20 éves futamidejű, 7,5 százalékos kamatozású sima (nem átváltható) kötvény volt. A másik az előbbinek alárendelt 25 éves kötvény volt, amely csupán 4,5 százalékos kamatozott; ám ezt 68,5 dolláros árfolyamon Ford Motor-részvényekre lehetett átváltani. Az átváltási jog megszerzéséért a vevő a kamatjövedelem 40 százalékával, illetve a hátrarendelt hitelező pozíciójával fizetett.
2. Érdemes megemlíteni, hogy 1971 végén a Studebaker-Worthington törzsrészvénye mindössze 38 dolláron, míg az 5 dolláros osztalékú elsőbbségi részvény 77 dollár környékén forgott. Így egyetlen év alatt az árkülönbség két pontról húszra nőtt, ami megint csak az ilyen átváltások vonzóságát, illetve a részvénypiacok azon hajlamát támasztja alá, hogy figyelmen kívül hagyja a számtant. (Mellesleg az elsőbbségi részvények törzsrészvények feletti prémiuma a magasabb osztalékból már 1970 decemberére megtérült.)

17. fejezet: Négy szélsőségesen tanulságos esettanulmány

1. Lásd például Dr. A. J. Brillhoff „Six Flags at Half Mast” című cikkét, *Barron's*, 1971. január 11.

18. fejezet: Nyolc cégpár összehasonlítása

1. Az olvasó emlékezhet a 434. oldalról, hogy az AAA Enterprises is megpróbált betörni erre a piacra, de gyorsan kudarcot vallott. Graham itt mélyreható és látszólagos ellentétet tartalmazó megállapítást tesz: minél több pénzt termel egy vállalat, annál valószínűbb, hogy új versenytársakat kap, mert a magas megtérülés egyértelműen azt jelzi, hogy könnyű pénzre lett. Az erősebb verseny azonban alacsonyabb árakhoz és kisebb nyereséghez vezet. Ezt a meghatározó tételt az internetes részvények túlzottan lelkes vásárlói figyelmen kívül hagyták, és azt hitték, hogy a korai nyertesek az idők végéig képesek lesznek megőrizni előnyüket.

19. fejezet: A részvényesek és a vállalatvezetés: osztalékpolitika

1. Az elemző vizsgálatok azt mutatják, hogy tipikus esetben az osztalékként kifizetett egy dollár négyszer olyan pozitív hatással van a piaci árfolyamra, mint egy dollár ki nem fizetett nyereség. Ezt a megállapítást támasztja alá a közműszolgáltatók részvénypiaci viselkedése az 1950 előtti években. Az alacsony osztalékfizetési rátájú részvények a nyereség alacsony szorzójával forogtak, és különösen vonzó vételnek bizonyultak, mert osztalékaik később megemelkedtek. 1950 óta sokkal egységesebb az iparágon belül megfigyelhető kifizetési ráta.

Végjegyzetek

20. fejezet: „Biztonsági ráhagyás”- a befektetés központi fogalma

1. Ezt az érvet támasztja alá az alábbi munka is: Paul Hallingby, Jr., „Speculative Opportunities in Stock-Purchase Warrants”, *Analysts' Journal*, 1947. harmadik negyedév.

Utószó

1. Az igazsághoz hozzátartozik, hogy az ügylet majdnem kútba esett, mert a partnerek biztosítékot kívántak, hogy a vételi árat 100 százalékban fedezi az eszközök értéke. 300 millió dollárnyi vagy még több jövőbeli nyereség múltott úgy 50 000 dollárnyi könyvelési tételen. A vak véletlennek köszönhető, hogy megkapták, amihez annyira ragaszkodtak.

Függelékek

1. Benjamin Graham előadása a Pénzügyi Elemzők Társaságai Országos Szövetségének Kongresszusán, 1958. május.

Jason Zweig köszönetnyilvánítása

Hálás köszönetemet szeretném kifejezni mindenkinek, aki segített aktualizálni Graham munkáját. Közülük név szerint szeretném megemlíteni Edwin Tant (HarperCollins), akinek ötlete nyomán a projekt megszületett; Robert Safiant, Denise Martint és Eric Gelmant (*Money* magazin), akik lelkes, türelmes és feltétel nélkül támogatásukkal segítették erőfeszítéseimet; irodalmi ügynökömet, az utolérhetetlen John W. Wrightot; és a fáradhatatlan Tara Kalwarskit (*Money*). Kiváló ötleteket és kritikus észrevételeket kaptam Theodore Aronsontól, Kevin Johnstontól, Martha Ortiztól, valamint az Aronson + Johnson + Ortiz, L.P. csapatától; Peter L. Bernsteintől, a Peter L. Bernstein, Inc. elnökétől; William Bernsteintől (Efficient Frontier Advisors); John C. Bogle-től, a Vanguard Group elnökétől; Charles D. Ellistől, a Greenwich Associates alapító partnerétől; és Laurence B. Siegeltől, a Ford Alapítványnak a befektetési politika kutatásáért felelős igazgatójától. Hálás vagyok továbbá Warren Buffettnek; Nina Munknak; a Time, Inc. Business Information Research Center fáradhatatlan csapatának; Martin Fridsonnak, a FridsonVision LLC ügyvezetőjének; Howard Schilitnek, a Center for Financial Research & Analysis elnökének; Róbert N. Veresnek, az Inside Information szerkesztőjének és kiadójának; Dániel J. Fussnak (Loomis Sayles & Co.); F. Barry Nelsonnak (Advent Capital Management); az Amerikai Pénzügyi Történelem Múzeuma csapatának; Brian Mattes-nek és Gus Sauternek (Vanguard Group); James Seidelnek (RIA Thomson); Camilla Altamurának és Sean McLaughlinnek (Lipper, Inc.); Alexa Auerbachnak (Ibbotson Associates); Annette Larsonnak (Morningstar); Jason Bramnek (Federal Reserve Bank of New York); és egy olyan alapkezelőnek, aki meg kívánja őrizni anonimitását. Mindenekfelett szeretném megköszönni feleségemnek és lányaimnak, akik elviselték a több hónapon át éjjel-nappal tartó munkám minden nehézségét. Ez a mű nem jöhetett volna létre megingathatlan szeretetük és türelmük nélkül.