

Warren Buffett jelenti

Leckék befektetőknek és vállalatvezetőknek

Warren Buffett jelenti

Leckék befektetőknek és vállalatvezetőknek

Warren E. Buffett

elnök-vezérigazgató
Berkshire Hathaway Inc.

Szerkesztette, válogatta és a bevezetést írta:

Lawrence A. Cunningham

2013

T.bálint Könyvkiadó



Originally published by Lawrence A. Cunningham under the title, *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*

This edition published in 2009 by
John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd
2 Clementi Loop, #02-01,
Singapore 129809

Published by arrangement with Lawrence A. Cunningham
Copyright © 1997; 1998; 2000; 2009
Lawrence A. Cunningham

All rights reserved.

Authorized translation from English language edition published by John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd

Fordítás © Lénárt Szabolcs 2013
Szakmai lektor: Michaletzky Márton
Anyanyelvi lektor: Havadi Krisztina

Magyar kiadás © T.bálint Könyvkiadó 2013
2045 Törökbálint, Dózsa György u. 32.
Felelős kiadó: Juhász Gyula
Társkiadók: OTP Private Banking és OTP Treasury

ISBN: 978 963 89665 3 7

Nyomta és kötötte az Alföldi Nyomda Zrt., Debrecen
Felelős vezető: György Géza vezérigazgató

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



www.tbkiado.hu



www.facebook.com/tbkiado



*„Az egyszerű és keresetlen beszédet kedvelem,
papíron és fennhangon egyaránt;
az ízes és erőteljes, rövid és összefogott beszédet,
mely nem annyira finom és jólfésült, mint inkább heves és nyers.”*
Montaigne: Esszék

*„Őszintesége és lényre sugárzik mondataiból.
Nem ismerek ennél kevésbé írott könyvet.
Vágd meg a szavait, és vérezni fognak; lüktetnek és élők.”*
Ralph Waldo Emerson
Tipikus emberek (1850)
(Montaigne-re és esszéire utalva)

Tartalom

ELŐSZÓ	XI
BEVEZETÉS	1
ELŐHANG	25
I. VÁLLALATIRÁNYÍTÁS	27
A. Tulajdonosokat érintő üzleti elvek	27
B. Teljes és őszinte információközlés	34
C. Az igazgatótanács és a vállalatvezetők	36
D. Az üzembezárással kapcsolatos aggodalmak	47
E. A vállalati jótékonykodás tulajdonosalapú megközelítése.	53
F. A felső vezetői javadalmazás elvi megközelítése	59
G. Számvizsgáló bizottságok	68
II. VÁLLALATI PÉNZÜGYEK ÉS BEFEKTETÉSEK	71
A. Piac úr	71
B. Arbitrázs	75
C. Az uralkodó elmélet cáfolata.	80
D. Értékalapú befektetés: egy szóismétlés	90
E. Intelligens befektetés.	96
F. Szivarvégek és az intézményi kényszer.	102
G. Hitel.	105
III. A TÖRZSRÉSZVÉNYEK ALTERNATÍVÁI	109
A. Bóvli kötvények	113
B. Kamatszelvény nélküli kötvények.	119
C. Elsőbbségi részvények.	125
D. Származtatott ügyletek (derivatívák)	134
E. Devizák és külföldi részvények.	142
F. Nem megszokott ügyletek	148
IV. KÖZÖNSÉGES RÉSZVÉNYEK.	151
A. A kereskedés átka: a tranzakciós költségek.	151
B. A megfelelő befektető vonzása	156
C. Osztalékpolitika és saját részvény-vásárlások.	157

D. Részvényfelaprózás és kereskedési aktivitás	167
E. Részvényesi stratégiák	170
F. A Berkshire tőkestruktúrájának átalakítása	171
V. FÚZIÓK ÉS FELVÁSÁRLÁSOK	177
A. Hibás motiváció és magas ár.	177
B. Ésszerű saját részvény-vásárlások kontra zöldhasú váltásdíj	186
C. Hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlás	187
D. Megalapozott akvizíciós elvek	189
E. Saját vállalat eladásáról	192
F. A legjobban áhított vevő	196
VI. ÉRTÉKELÉS ÉS SZÁMVITEL	201
A. Szatíra a számviteli trükközésről	201
B. Kiterjesztett eredmények.	207
C. Gazdasági kontra számviteli goodwill	211
D. Tulajdonosi nyereség és a cash-flow félrevezető volta	219
E. Összeolvadások és felvásárlások számvitele	225
F. Belső érték, könyv szerinti érték és piaci ár	227
G. Rövid biztosítástörténelem és számvitel	232
H. Aiszóposz és a Nem Hatékony Bokor Elmélete	235
VII. SZÁMVITELI POLITIKA ÉS ADÓZÁSI KÉRDÉSEK	241
A. A szabályok kialakításáról	242
B. Részvényopciók	243
C. „Átszervezési” költségek	247
D. Szegmensadatok és konszolidálás	250
E. Halasztott adófizetés	251
F. Nyugdíjjuttatások	254
G. A társasági adóteher eloszlása	255
H. Adózás és befektetési filozófia	260
EPILÓGUS	265
UTÓSÓ ÉS KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS	275
TÁRGYMUTATÓ	277
SZÓJEGYZÉK	285
IDŐRENDI TÁBLA	287

ELŐSZÓ

ROBERT G. HAGSTROM

Több mint tizenöt éve tanulmányozom Warren Buffettot. Ez idő alatt, befektetők millióival egyetemben, részletes instrukciókat kaptam számtalan témában, egyebek között arról, hogy milyen jellemzőktől lesz jó egy vállalat, miképp értékeljük az üzleti szervezeteket, és hogyan gondoljunk a részvénytőke viselkedésére. Ha mindezt összerakjuk, Buffett nagylelkűen felruház bennünket ésszerű és intelligens befektetési útmutatójával. Ám Warren Buffett írásai nem tekinthetők pusztán a részvénytőkehoz való ábécéskönyvnek. A Lawrence A. Cunningham által gondosan összeállított *Warren Buffett jelenti – Leckék befektetőknek és vállalatvezetőknek* című kötet Buffett legjobb tanításait, köztük a vállalatirányításról, a fúziókról és felvásárlásokról, a számvitelről és az adózásról megfogalmazott gondolatait tárja elénk.

Némely olvasónk elsőre talán lényegtelennek gondolhatja ezeket a leckéket a részvénytőkepiaci nyereség iránti hajszában. Ez azonban hiba lenne – azok számára legalábbis mindenképp, akik befektetőnek tartják magukat. Amennyiben ön spekuláns, szerencsejátékos vagy trader, akkor rövid távú részvényvásárlásait aligha befolyásolja a vállalatvezetés hosszú távú viselkedése. Ám ha befektető, vagyis olyasvalaki, aki megvásárol egy vállalatot, és hosszú távon birtokolja azt, akkor a menedzsment tettei nagymértékben hatnak a vállalat hosszú távú nettó vagyonára, és ezen keresztül a részvény jövőbeli árfolyamára.

Egyes szakemberek továbbra is kitartanak amellett, hogy a vállalatvezetés értékelésére irányuló bármilyen erőfeszítés pusztán időpazarlás. Okfejtésüket azon vélekedésükre alapozzák, hogy a vezetői teljesítmény méréséből hiányzik a matematikai pontosság, és még ha számszerűsíthető lenne is, az már szükségszerűen tükröződne a vállalat gazdasági eredményeiben. Így bárki, aki a vállalatvezetés értékét hozzáadja vagy levonja, a kétszeres számbavétel hibáját követi el. Nem véletlen, hogy Warren Buffett mindkét feltevessel vitába száll, és a velünk megosztott leckéi azon nézetét igazolják, amely szerint a vállalatvezetés a tettein keresztül nagymértékben felelős a vállalat nettó vagyonának jövőbeli alakulásáért.

Warren Buffett leckéiből nem csak a befektetők okulhatnak. Rengeteg tanítást tartalmaznak a vállalatvezetők, illetve a vállalati igazgatótanácsok tagjai számára is. Egy olyan korszakban, amikor a részvénytőkepiac nagyra értékeli az átláthatóságot, és gyorsan beárazza a zavarost, a vezetőknek és az igazgatótanácsoknak is érdemes elolvasni, és komolyan venni Buffett ajánlásait. Ha egy vállalat őszintesége, racionalitása és korrektsége közismertté válik, a részvénytőkepiac előbb-utóbb jutalmazni fogja ezeket a pozitív jellemvonásokat.

Számtalan könyvet írtak Warren Buffetről. Két általam jegyzett mű a befektetési megközelítését elemzi. Két életrajz, valamint néhány rövidebb írás is született róla, amelyek mind a bölcsességét és kedvességét emelik ki. Ezen könyvek nyilvánvaló értékeik ellenére sem tudják felülmúlni az igazit. Sokszor kívántam, bár csak lenne

egy egyszerűen használható kézikönyv, amelyben újraolvashatnék egy bizonyos passzust, amire egy korábbi éves beszámolóból emlékeztem. Lawrence Cunninghamnek köszönhetően immár a kezünkben tarthatjuk Warren Buffett tanításainak szépen rendezett és könnyen használható, hiánypótló gyűjteményét. Buffett elvei időtlenek, ajánlásai pedig felbecsülhetetlen értékűek. Ha volt szerencsénk olvasni a Berkshire Hathaway éves jelentéseit, bizonyára örömmel találkoznak újra az ott leírt sorokkal. Ha még soha nem olvasták a huszadik század legnagyobb befektetőjének tartott ember tanácsait, ritka élményre készülhetnek fel.

BEVEZETÉS

LAWRENCE A. CUNNINGHAM

Warren Buffett a Berkshire Hathaway, Inc. részvényeseinek írt leveleinek rendszeres olvasói páratlanul értékes informális oktatásban részesülnek. Ezek az írások érthető szavakkal szűrjük le és adják át a megalapozott üzleti gyakorlat alapelveit. Vállalatvezetők és befektetések kiválasztása, vállalatértékelés és a pénzügyi információk jövedelmező hasznosítása – a levelek témája sokféle, bölcsessége pedig kimeríthetetlen. Jelen gyűjtemény, amely tematikusan rendezi ezeket az írásokat, a széles nagyközönségnek szóló általános üzleti és befektetési filozófia összefoglalását adja.

A Buffett zseniális írásain átívelő központi téma szerint a befektetési gyakorlatot a fundamentális üzleti elemzés elvei kell, hogy irányítsák – azok az elvek, amelyeket elsőként Buffett tanárai, Benjamin Graham és David Dodd fogalmaztak meg. Ehhez a témához kapcsolódnak a vállalatirányítási elvek: ezek definiálják a vállalatvezetőknek a befektetett tőke „gondnokaként” betöltendő helyes szerepét, illetve az e tőkét rendelkezésre bocsátó és birtokló részvényesek helyes hozzáállását. Ezekből az elvekből gyakorlati és ésszerű, illetve – a számviteltől a fúziókon át a vállalatértékelésig terjedő – fontos üzleti kérdések teljes körét lefedő leckék egész sora szűrhető le.

Buffett a Berkshire Hathaway vezérigazgatójaként gyakorolja ezeket a hagyományos elveket. Az eredetileg a textiliparban érdekelt vállalat gyökerei az 1800-as évek elejéig nyúlnak vissza. Buffett 1964-ben vette át a cég irányítását, amikor a társaság egy részvényre jutó könyv szerinti értéke 19,46 dollárt tett ki, részvényenkénti belső üzleti értéke pedig ennél jócskán alacsonyabb volt. Napjainkban a részvény könyv szerinti értéke 70 000 dollár körül van, belső üzleti értéke pedig lényegesen meghaladja ezt a számot. A részvényenkénti könyv szerinti érték növekedési üteme ebben az időszakban éves szinten 20 százalék körül alakult. A Berkshire vélhetően rekorder az amerikai vállalatok között a nettó vagyon üzleti alapon nyugvó éves növekedésének tekintetében: 2006-ban a társaság 16,9 milliárd dollárral növelte azt.

A Berkshire jelenleg mintegy 70 különálló üzleti tevékenységgel rendelkező holdingvállalat. Legfontosabb üzleti tevékenysége a biztosítás, amelyben különböző biztosítótársaságok, köztük a 100 százalékos tulajdonában álló leányvállalata, a GEICO Corporation – az Egyesült Államok egyik legnagyobb gépjármű-biztosítója – és a világ egyik legnagyobb viszontbiztosítója, a General Re által érdekelt. A Berkshire adja ki a *The Buffalo Newst*, és olyan egyéb vállalatok vannak a tulajdonában, amelyek a szőnyegektől, festékektől, enciklopédiáktól, lakberendezési tárgytól és tisztítórendszerektől az édességeken és jégkrémeken át az ékszerekig, lábbelikig és kompresszorokig terjedő termékeket gyártanak és forgalmaznak; cégek, amelyek repülőgép- és hajóüzemeltetőknek tartanak képzéseket, érdekeltségekkel rendelkeznek általános célú repülőgépek gyártásában, valamint elektromos és gázalapú energiatermelésben; továbbá társaságok, amelyek építőipari termékekkel, élelmiszerüzletekkel, pénzügyi termékekkel, szállítmányozási berendezések és bútorok

finanszírozásával, konyhai eszközökkel, képerreztető termékekkel és mezőgazdasági berendezésekkel foglalkoznak. A Berkshire jelentős részvényérdekeltséggel rendelkezik olyan meghatározó társaságokban, mint az American Express, a Coca-Cola, a Procter & Gamble (a hosszú ideje a Berkshire résztulajdonában lévő Gillette-tel való fúzió révén), a The Washington Post és a Wells Fargo.

Buffett és a Berkshire alelnöke, Charlie Munger oly módon építette fel ezt a hatalmas vállalkozást, hogy kiváló gazdasági jellemzőkkel bíró és kivételes vállalatvezetők által irányított cégekbe fektettek be. Bár előnyben részesítik az ilyen vállalatok 100 százalékos, reális áron történő tárgyalásos felvásárlását, kettős megközelítést követnek: a nyílt piacon is vásárolnak az ilyen cégekből 100 százaléknál kisebb részesedést, amennyiben arányaiban olyan árfolyamon tehetik meg ezt, ami a 100 százalékos felvásárlás esetén valószínűsíthető ártól jócskán elmarad.

Ez a kettős megközelítés szépen hoz a konyhára. A Berkshire portfóliójában lévő piacképes értékpapírok értéke egy részvényre számolva 4 dollárról 75 000 dollár közelébe emelkedett 1965-től 2005-ig – ez éves szinten 28 százalékos növekedést jelent. A részvényenkénti működési eredmény ugyanezen időszak alatt valamivel több mint 4 dollárról körülbelül 2500 dollárra gyarapodott, ami éves szinten 17 százalékos emelkedésnek felel meg. Buffett szerint ezek az eredmények nem valamilyen mesteri tervből, hanem koncentrált befektetésből következnek – olyan tőkeallokációból, amely kiváló gazdasági jellemzőkkel bíró és elsőrangú vállalatvezetők által irányított vállalatokra összpontosít.

Buffett partneri rendszerű társaságként tekint a Berkshire-re, amelyben Munger és a többi részvényes az üzlettársa. Gyakorlatilag a teljes nettó vagyonát Berkshire-részvényekben tartja. Gazdasági célja hosszú távú – maximalizálni a Berkshire részvényenkénti belső értékét. Ehhez a társaság pénzt termelő és átlag feletti megtérülést produkáló vállalatok diverzifikált csoportját birtokolja részben vagy egészben. E cél elérése érdekében Buffett tartózkodik az öncélú expanziótól, illetve a vállalatok bezárásától, feltéve, hogy azok valamennyi pénzt termelnek, és jó menedzsmenttel rendelkeznek.

A Berkshire visszatartja és újrabefekteti az eredményét, amennyiben ezzel idővel a részvényenkénti piaci érték legalább arányos növekedését eléri. Csínján bánik a hitellel, és kizárólag akkor ad el részvényt, amikor legalább annyi értéket kap, mint amennyitől megválnak. Buffett túllép a számviteli konvenciókon, különösen a valós gazdasági eredményeket álcázó gyakorlatokon.

A tulajdonosokat érintő ezen üzleti elvek – ahogyan Buffett nevezi őket – köré épülnek fel az írásai. Összegyűjtve elegáns és tanulságos kézikönyvet alkotnak a vállalatirányításról, befektetésről, finanszírozásról és számvitelről. Buffett alapelvei keretrendszer formálnak, amellyel véleményt lehet alkotni az üzleti világ összes aspektusát lefedő bármely kérdésről. Ezek az elvek messze túlmutatnak az absztrakt közhelyeken. Tény és való, hogy a befektetőknek a fundamentumokra kell összponton-

tosítaniuk, türelmesnek kell lenniük, és a józan ész alapján kell helyesen ítélniük. Mindazonáltal Buffett írásaiban ezek az általános tanácsok azokba a kézzelfogható elvekbe vannak beágyazva, amelyeket követve Buffett él és boldogul.

Sok ember spekulál az alapján, amit a Berkshire és Buffett tesz vagy tervez tenni. Spekulációjuk időnként helyes, időnként téves, ám mindig esztelen. Az emberek sokkal jobban járnának, ha nem a Berkshire által tett konkrét befektetéseket próbálnák meg kiszagolni, hanem végiggondolnák azt, hogyan hozhatnának megalapozott befektetési döntéseket a Berkshire tanításai alapján. Ez azt jelenti, hogy végig kellene gondolniuk Buffett írásait, és okulniuk kellene belőle ahelyett, hogy megkísérlik utánozni a Berkshire portfólióját.

Buffett szerényen elismeri, hogy az írásaiban kifejtett ötletek többségét Benjamin Grahamtól tanulta. Önmagát annak az útnak tekinti, amely bizonyítja Graham ötleteinek értékét. Amikor megengedte számomra ennek az anyagnak az összeállítását, Buffett úgy fogalmazott, hogy én lehetek Graham ötleteinek, valamint azok Buffett általi megvalósításának népszerűsítője. Buffett felismeri az üzleti és befektetési filozófiájának népszerűsítésében rejlő kockázatot. Megjegyzi, hogy ő is rengeteget profitált Graham szellemi nagylelkűségéből, és helyénvalónak tartja, ha akkor is továbbadja a bölcsességet, ha befektetési versenytársakra lel ezáltal.

Vállalatirányítás

Buffett számára a vállalatvezetők a részvényesi tőke gondnokai. A legjobb vezetők tulajdonosként gondolkodva hoznak üzleti döntéseket. A részvényesek érdekeit tartják szem előtt. Ám időnként még az elsőrendű menedzsereknek is lehetnek a részvényesekéivel ütköző érdekeik. Ezen érdekellentétek enyhítése és a vállalatvezetői gondnokság tökéletesítése Buffett hosszú karrierjének állandó célja és írásainak visszatérő motívuma. Leveleiben kitér a vállalatirányítás főbb kérdéseire is.

Az első ilyen a részvényesek felé irányuló vállalatvezetői kommunikációban a nyíltság és őszinteség fontossága. Buffett elmondja, hogy meggy ez, vagy legalábbis ő hogyan látja ezt, és elpanaszolja, hogy a kisebbséghez tartozik. A Berkshire éves beszámolója nem reklámanyag; tartalmát Buffett állítja össze átlagos intelligenciájú emberek által is érthető szavak és számok felhasználásával; és minden befektető egyszerre kapja meg ugyanazt az információt. Buffett és a Berkshire kerüli az előrejelzés-készítést: olyan rossz vállalatvezetői szokásnak tartja, amely túl gyakran késztet más menedzsereket pénzügyi beszámolóik felpumpálására.

Buffett beszámolási gyakorlatában és a tulajdonosokat érintő, fent summázott üzleti elvekben tükröződő tulajdonosi szemléleten túlmenően a következő vállalatvezetői lecke így szól: le a vállalatirányítási struktúra képleteivel! A szervezeti magatartás tankönyvi szabályaival ellentétben Buffett úgy véli, hogy kevés haszonnak jár adott üzleti helyzetre absztrakt parancsok sorozatát leképezni. Az alkalmas, tisztességes és szorgalmas emberek kiválasztása az, ami valóban számít. Fontosabb a csapatban elsőrangú embereket tudni, mint hierarchiakat kialakítani és meghatározni azt, hogy ki kinek, miről és mikor jelent.

A Buffett által az első számú vezető (CEO) és a többi alkalmazott között beazonosított három különbség miatt érdemel különleges figyelmet a CEO kiválasztása. Először is a CEO teljesítményének mérőszámai elégtelenek vagy könnyen manipulálhatók, így a vezérigazgatói teljesítményt nehezebb mérni, mint a legtöbb munkavállalót. Másodszor: a CEO-nak nincsen felettese, így a felettes teljesítményét sem lehet mérni. Harmadsorban pedig a vezérigazgatók és az igazgatótanácsok közötti hagyományosan szívélyes kapcsolat miatt az igazgatótanács sem töltheti be a felettes szerepét.

A főbb reformok gyakran a vállalatvezetői és részvényesi érdekek összehangolását vagy az igazgatótanácsnak a CEO teljesítménye feletti szigorúbb felügyeletét célozzák. A vezetőknek juttatott részvényopciókat az ezt a célt szolgáló módszerek egyikeként aposztrofálták; egy másik ilyen az igazgatótanácsi folyamatokra helyezett nagyobb hangsúly. Az igazgatótanács elnöke, valamint a CEO személyének és funkcióinak szétválasztását, illetve a könyvvizsgálói, jelölő és javadalmazási bizottságok kijelölését mind ígéretes reformokként harangozták be. A talán a legszélesebb körben alkalmazott recept az igazgatótanács független igazgatókkal való feltöltése. Mindazonáltal ezen újítások egyike sem oldja meg a vállalatirányítási problémákat, némelyik pedig tovább súlyosbítja azokat.

Buffett azt tanítja, hogy a legjobb megoldás rendkívüli gondossággal olyan vezérigazgatókat kiválasztani, akik enyhe strukturális korlátok között is képesek hozzáértéssel teljesíteni. A nagy intézményi részvényeseknek élniük kell azon képességükkel, hogy eltávolítsák a vállalati gondnokság követelményeinek megfelelni képtelen vezérigazgatókat. A kiváló CEO-k nem igényelnek sok iránymutatást a tulajdonosoktól, ugyanakkor ők is profitálhatnak a hasonlóan nagyszerű igazgatótanácsból. Az igazgatókat ezért üzleti hozzáértésük, érdekelttségük és tulajdonosi irányultságuk okán kell kiválasztani. Buffett szerint az amerikai vállalatok igazgatótanácsainak egyik legnagyobb problémája az, hogy tagjaikat más okokból választják be, például azért, hogy színesítsék, és prominens – vagy legfőképpen független – személyiségekkel töltsék fel őket.

A legtöbb reformot durva tollal írják, figyelmen kívül hagyva a Buffett által azonosított igazgatótanácsi szituációk típusai közötti különbségeket. Az igazgatók ereje például abban az esetben a leggyengébb, amikor a vezérigazgató egyben a vállalat felett ellenőrzést gyakorolni képes tulajdonos. Amennyiben egyet nem értés alakul ki az igazgatók és a menedzsment között, az igazgatók a tiltakozáson és – súlyosabb esetben – a lemondáson kívül keveset tehetnek. Az igazgatói hatalom a másik szélsőséges esetben a legerősebb, amikor van egy, a vállalatvezetésben szerepet nem vállaló, de a vállalat felett irányítást biztosító részesedéssel bíró tulajdonos. Egyet nem értés esetén az igazgatók közvetlenül e tulajdonos elé terjeszthetik az ügyeket.

A leggyakoribb helyzetben azonban nincsen a vállalat felett irányítást biztosító részesedéssel rendelkező részvényes. Buffett megállapítja, hogy a vállalatvezetési problémák ebben az esetben a legégetőbbek. Hasznos lenne, ha az igazgatók gondoskodnának a szükséges fegyelemről, ám az igazgatótanács és a vezetőség közötti lelki rokonság általában megakadályozza ezt. Buffett úgy véli, hogy az igazgatótanács ilyen helyzetbeli hatékonyságának maximalizálása érdekében annak kisméretűnek

kell lennie, és főként külső igazgatókból kell állnia. Az igazgatók legerősebb fegyvere ilyen helyzetekben is a lemondással való fenyegetés marad.

Az összes ilyen szituáció közös jellemvonással bír: egy rettentően rossz vállalatvezetőt sokkal könnyebb konfrontálni vagy eltávolítani, mint egy közepes teljesítményt. Minden vállalatirányítási struktúra fő problémája, hangsúlyozza Buffett, hogy az amerikai vállalatoknál soha nem kerül sor olyan igazgatótanácsi ülésekre, ahol a vezérigazgatókat értékelnék – azok jelenléte nélkül. A vállalatirányítás határozott javulását hozná, ha rendszeresen tartanának ilyen CEO nélküli üléseket, ahol értékelnék a teljesítményét.

A Berkshire különböző leányvállalatainak vezérigazgatói az amerikai üzleti életben egyedülálló pozíciót élvezhetnek. Egyszerű utasításokat kapnak: irányítsák úgy a vállalatukat, mintha (1) annak egyedüli tulajdonosai lennének, (2) az lenne a birtokukban lévő egyetlen eszköz, és (3) legalább száz évig nem adhatnák el és nem egyesíthetnék más vállalattal. Így a Berkshire vezérigazgatói lehetőséget kapnak arra, hogy hosszú távú időskiban gondolkodjanak – ez pedig olyasvalami, ami a nyilvánosan működő vállalatok vezérigazgatóitól idegen, mivel az ilyen társaságok rövid távra fókuszáló részvényesei a következő negyedévi eredményvárakozások elérésének megszálottjai. Természetesen a rövid távú eredmények is számítanak, ám a Berkshire megközelítésével elkerülhető az a nyomás, hogy az ilyen eredményeket a hosszú távú versenyelőnyök megerősítésének feláldozásával érjék el.

Amennyiben kizárólag a rövid távú eredmények számítanak, számos vállalatvezetői döntés sokkal könnyebb lenne, különösképpen a megromlott gazdasági helyzetű vállalatokkal kapcsolatosak. Gondoljanak csak bele, hogy az idősk terén milyen kompromisszumra kényszerült Buffett az általa legrosszabbnak tartott befektetésénél, a Berkshire megvásárlásánál. A Berkshire eredeti textilüzletágának gazdasági környezete az 1970-es évek végén kezdett romlani. Buffett remélte, hogy meg tudja fordítani a vállalat balsorsát, mert felismerte, hogy a Berkshire textilüzletága mennyire fontos szerepet játszott az alkalmazottak és az új-angliai helyi közösségek életében, illetve tudta, hogy a vállalatvezetés és a munkavállalók milyen szakértelemmel és megértéssel igyekeztek úrrá lenni a gazdasági nehézségeken. Buffett 1985-ig tartotta életben a gyengélkedő gyárüzemet, ám nem sikerült pénzügyi fordulatot elérnie, és végül bezárta. A rövid távú eredmények és a hosszú távú kilátások közötti, a közösségi felelősség alapján végrehajtott egyensúlyozás nem egyszerű, ugyanakkor intelligens dolog. A tanulság: óvakodjanak a kedvező és tartós gazdasági és kompetitív jellemzők nélküli vállalatoktól.

A vállalatvezetői és a részvényesi érdekek gyakran finoman vagy könnyen álcázható módon ütköznek. Vegyük például a vállalati jótékonykodás esetét. A nagyvállalatok többségénél a menedzsment jótékonyági szervezetek között osztja szét a vállalati nyereség egy részét. A támogatott szervezeteket a vállalatvezetők választják ki, gyakran a vállalati és a részvényesi érdekektől független indokok alapján. A legtöbb állam törvényei megengedik a vállalatvezetőknek az ilyen döntések meghozatalát, feltéve, hogy az éves adományok összege ésszerű nagyságrendű, általában az éves adózott eredmény legfeljebb 10 százaléka.

A Berkshire máshogyan jár el. Anyavállalati szinten nem juttat adományokat, leányvállalatainak pedig lehetővé teszi, hogy a Berkshire részéről történő felvásárlás előtt követett jótékonyági elveket folytassák. Emellett két évtizeden át a Berkshire olyan ötletes jótékonyági programot működtetett, amelyben részvényesei eldönthették, hogy a Berkshire mely jótékonyági szervezeteknek mennyi adományt juttasson. Szinte az összes részvényes részt vett a programban, évente több tízmillió dollárt adományozva többezernyi alapítványnak. Az abortuszkérdéssel kapcsolatos politikai vita azonban beavatkozott a Berkshire partneri rendszerű megközelítésének ezen példájába. Politikai aktivisták bojkottot szerveztek a Berkshire termékei ellen, így tiltakozva adott jótékonyági szervezeteknek juttatott adományok ellen – s ezzel egyedülálló kezdeményezése befejezésére kényszerítve a Berkshire-t.

A vezetőknek juttatott részvényopciók szerepét a vállalatvezetői és részvényesi érdekek összehangolásában nem egyszerűen felülbecsülik, hanem az ilyen opciók ráadásul finoman álcázzák is az ezen érdekek közötti mélyebb ellentétet. Számos vállalat részvényopciókkal javadalmazza menedzsereit. Ezen opciók értéke pusztán a vállalati nyereség ki nem fizetésétől is növekszik, nem feltétlenül szükséges hozzá ésszerű tőkeallokáció. Buffett rámutat, hogy a vezetők – egyszerűen a vállalat eredményének visszatartásával és újbóli befektetésével – anélkül képesek éves eredménynövekedésről beszámolni, hogy akár a kisujjukat megmozdítanák a valódi tőkemegtérülés javítása érdekében. A részvényopciók így gyakran megdézsmálják a részvényesek vagyont, a prédát pedig a felső vezetők kezére játsszák át. Ráadásul az egyszer megítélt részvényopciók az esetek többségében nem vonhatók vissza, feltétel nélküliek, és az egyéni teljesítményüktől függetlenül jutalmazták a menedzsereket.

Buffett elismeri: a részvényopciókat lehet a tulajdonosi szemléletet tükröző gondolkodást ösztönző vezetői kultúra elterjesztésére használni. Ám az érdekek összehangolása soha nem lesz tökéletes. A részvényesek oly módon vannak kitéve az optimálistól elmaradó tőkefelhasználás kockázatának, ahogyan az opció birtokosa nincsen. Buffett ezért óva inti a közgyűlési anyagokban az opciós programok elfogadásáról olvasó részvényeseket attól, hogy megfélekedzenek az érdek-összehangolás ilyen aszimmetriájáról. Számos részvényes figyelmen kívül hagyja a közgyűlési anyagokat, ám a részvényopciók helytelen alkalmazása a részvényesek kiemelt figyelmét kellene, hogy élvezze – különösen az intézményi befektetőket, akik időnként részt vállalnak a vállalatirányítás jobbá tételét célzó kezdeményezésekben.

Buffett hangsúlyozza, hogy a felső vezetői juttatásokkal kapcsolatos döntések alapja a teljesítmény kell, hogy legyen. A felső vezetői teljesítmény a jövedelmezőség által mérhető úgy, hogy a nyereségből kivonjuk a releváns üzletágban felhasznált tőke vagy a vállalat által visszatartott nyereség lehetőségköltségét. Alkalmazásuk esetén az egyéni, nem pedig a vállalati teljesítményhez kell kötni a részvényopciókat, árazni pedig az üzleti érték alapján kell őket. Még ennél is jobb azonban, ha a Berkshire-nél követett gyakorlathoz hasonlóan a részvényopciók egyszerűen nem képezik a vezetői juttatások részét. Elvégre a saját üzletáguk teljesítménye alapján pénzbeli bónuszokat kapó kivételes képességű vállalatvezetők egyszerűen vásárolhatnak részvényeket,

ha úgy kívánják; amennyiben így tesznek, akkor „valóban egy csónakban eveznek a tulajdonosokkal”, állapítja meg Buffett.

Az igazgatótanács számvizsgáló bizottságában szolgálatot teljesítő igazgatók már egyetlen dologgal is nagymértékben hozzájárulhatnak a helyes vállalatirányításhoz: ha tudatosítják a vállalat külső könyvvizsgálóiban, hogy a könyvvizsgáló a számvizsgáló bizottságnak, nem pedig a vállalatvezetőknek dolgozik. Ehhez elegendő négy kérdést feltenni, és a könyvvizsgáló ezekre adott válaszait közzétenni: (1) ha a könyvvizsgáló kizárólagos felelőssége lenne a vállalat pénzügyi beszámolóinak elkészítése, bármilyen szempontból máshogyan készítette volna el, mint ahogyan a vállalatvezetés tette; (2) amennyiben a könyvvizsgáló befektető lenne, megkapta volna a vállalat pénzügyi teljesítményének megismeréséhez szükséges lényegi információkat; (3) a vállalat ugyanazokat a belső auditálási eljárásokat követi, amiket akkor követne, ha a könyvvizsgáló maga lenne a vezérigazgató; és (4) van-e a könyvvizsgálónak tudomása bármilyen cselekedetről, amelynek célja és eredménye a bevételek vagy kiadások átcúsztatása egyik beszámolási időszakról a másikra történő? Ez a gyakorlat bármely más reformötletnél jobban szolgálná azt a célt, hogy a számvizsgáló bizottság megtörje a külső könyvvizsgálók és a vezérigazgatók közötti hagyományosan bensőséges kapcsolatot, amely a részvényesek számára könnyen katasztrófához vezethet.

Vállalati pénzügyek és befektetések

Az elmúlt 35 év legforradalmibb befektetési ötleteit modern pénzügyi elmélet néven szokás emlegetni. Ebből a mélyreható ötletthalmazból egyetlen egyszerű és félrevezető gyakorlati következtetés vonható le: időpazarlás a nyilvánosan kereskedett értékpapírokban egyedi befektetési lehetőségek után kutatni. E nézet szerint jobban járnak, ha portfóliójukba véletlenszerűen választják ki a részvényeket például darts nyilakat dobálva egy részvényt neveket tartalmazó céltáblára, mint ha végiggondolnák az egyedi befektetési lehetőségek ésszerűségét.

A modern pénzügyi elmélet egyik fő tétele a modern portfólió-elmélet. Ez azt állítja, hogy bármely értékpapír egyedi kockázatától meg lehet szabadulni egy diverzifikált portfólió tartásával – vagyis szebben fogalmazza meg a „ne tedd az összes tojásod egyetlen kosárba” népi bölcsességet. Az így megmaradó kockázat az egyetlen, amelyért a befektetők ellentételezésre számíthatnak, állítja az elmélet.

A maradék kockázatot egyszerű matematikai kifejezéssel, a bétával lehet mérni – ez mutatja, hogy a piac egészéhez viszonyítva mennyire volatilis az értékpapír. A béta jól mutatja a hatékony piacon kereskedett értékpapírok ezen volatilitási kockázatát, ahol a nyilvánosan jegyzett értékpapírokkal kapcsolatos mindennemű információ azonnal és pontosan beépül az árakba. A modern pénzügyi elméletben a hatékony piacok uralkodnak.

Ezeknek az elméleteknek nemcsak a tudósok elefántcsonttornyáiban, főiskolákon, egyetemeken, gazdaság- és jogtudományi iskolákban hódoltak, hanem az elmúlt 35 év során az amerikai pénzügyi világ széles körben elfogadott dogmájává váltak

a nagyvállalatok és a kisvállalatok körében egyaránt. Sok szakember a mai napig hisz abban, hogy a részvénypiaci árfolyamok pontosan tükrözik a fundamentális értéket, hogy az egyetlen kockázat, amely számít, az az árfolyamok változékonysága, továbbá hogy ezt a kockázatot diverzifikált részvények csoportjába befektetve lehet a legjobban kezelni.

Buffett, aki az általánosan elfogadott dogmákat logikával és tapasztalattal leromboló kitűnő befektetők Grahamig és Doddig visszanyúló sorába tartozik, úgy gondolja, hogy a piacok többsége nem tökéletesen hatékony, illetve a volatilitást és a kockázatot egy és ugyanannak tekinteni a valóság óriási elferdítése. Ebből adódóan Buffett attól tart, hogy a modern pénzügyi elmélet hatására MBA-hallgatók egész generációját fenyegeti az a veszély, hogy hibás leckét sajátítanak el, a fontosakat pedig kihagyják.

A modern pénzügyi elmélet különösen költséges leckéje következett be a portfólió-biztosítás széles körű elterjedéséből. Ez a fogalom a portfóliók csökkenő piacok idején végrehajtott kiigazításának számítógépes módszerére utal. A portfólió-biztosítás túlzott használata hozzájárult az 1987. októberi részvénypiaci összeomlás, illetve az 1989. októberi piaci zuhanás kialakulásához. Mindazonáltal minden rosszban van valami jó: porrá zúzta a gazdaság- és jogtudományi iskolákban tanított és a Wall Streeten oly sokak által hűségesen követett modern pénzügyi elméletet.

Az eseményeket követő piaci volatilitást nem lehetett a modern pénzügyi elmélettel megmagyarázni, miként tengernyi más, az alacsony kapitalizációjú, a magas osztalékhozamú és az alacsony árfolyam/nyereség hányadosú részvények viselkedéséhez kapcsolódó jelenségeket sem lehet. A piacok hatékonytalanságának csimborasszóját a technológiai és internetes részvényeknek az 1990-es évek végén, a 2000-es évek elején felfújódó buborékja jelentette, amelyet az üzleti értékkel köszönő viszonyban sem lévő, az eufória és a mélabú közötti hangulatingadozások által görcsösen rángatott részvényárfolyamok jellemeztek. Szkeptikusok egyre növekvő hada emelt szót amellett, hogy a béta valójában nem a ténylegesen fontos befektetési kockázatot méri, és a valóságban a tőkepiacok sem elég hatékonyak ahhoz, hogy értelme lehessen a bétának.

Ahogy a vita felizzott, elkezdtek figyelni Buffett sikeres befektetési eredményeire, és egyre többen álltak ki a befektetés és a vállalatértékelés Graham–Dodd-féle megközelítéséhez való visszatérés mellett. Elvégre Buffett több mint négy évtizedig átlagosan 20 százalékos vagy annál is magasabb éves hozamot ért el, ami kétszerese a piaci átlagnak. Ezt megelőzően több mint húsz éven át Benjamin Graham Graham–Newman Corp. nevű társaságának sikerült ugyanezt megvalósítania. Miként Buffett hangsúlyozza, a Graham–Newman és a Berkshire lenyűgöző teljesítménye tiszteletet érdemel: a mintaméret szignifikáns, az eredményeket kellően hosszú időn keresztül érték el, nem torzította azokat néhány szerencsés eset, és a teljesítmény az egész időszakra jellemző volt, nem csupán az utólagos élelslátás birtokában választották ki a sikeres üzleteket.

A modern pénzügyi elmélet Buffett teljesítményétől sarokba szorított, makacs fanatikussai különös magyarázatokkal álltak elő a sikereire. Talán egyszerűen csak

szerencsés – ő a majom, aki kigépelte a *Hamletet* –, vagy olyan bennfentes információkhoz fér hozzá, amikhez mások nem. A modern pénzügyi elmélet Buffett módszerét elutasító rajongói továbbra is kitartanak amellett, hogy a befektető legjobb stratégiája a béták alapján vagy dartsdobálással végrehajtott diverzifikálás, majd a befektetési portfólió állandó korrigálása.

Buffett csipkelődő megjegyzéssel és egy tanáccsal válaszolt: az előbbi szerint az ő befektetési filozófiáját követőknek alapítványt kellene létrehozniuk a főiskolai és egyetemi tanszékek támogatására, így gondoskodva arról, hogy a hatékony piacok dogmáját mindörökké oktassák; a tanács pedig úgy szól, hogy hagyják figyelmen kívül a modern pénzügyi elméletet és a piacról kialakított egyéb kifinomult nézeteket, és maradjanak a befektetések „kaptafájánál”. Sokak szerint ez egy indexkövető alapba történő hosszú távú befektetéssel érhető el – vagy az adott befektető kompetenciájába tartozó vállalatok üzleties gondolkodású elemzésével. Az ilyesfajta gondolkodásnál nem a béta vagy a volatilitás az a kockázat, ami valóban számít, hanem a befektetésből eredő veszteség vagy kár eshetősége.

Az efféle befektetési kockázat értékeléséhez olyan dolgokat kell tekintetbe venni, mint a vállalat menedzsmentje, termékei, versenytársai és eladósodottságának mértéke. Azt kell megvizsgálni, hogy egy befektetés adózás utáni eredménye reálértéken számolva legalább méltányos hozamot produkál-e. Az elsődleges fontosságú tényezők az adott vállalat hosszú távú gazdasági jellemzői, a vállalatvezetés minősége és tisztessége, illetve a jövőbeli adókulcsok és inflációs ráták. Ezen tényezők ködösnek tűnhetnek ugyan, különösen a béta megtévesztő pontosságával összevetve, ám a lényeg az, hogy róluk történő véleményalkotást legfeljebb a befektető hátrányára lehet elkerülni.

Buffett az alábbiak megállapításával mutat rá a béta abszurdítására: „egy, a piac egészéhez képest nagyobb mértékben eső részvény ... az alacsonyabb árfolyamon „kockázatosabbá” válik, mint amilyen a magasabb áron volt” – ez az, ahogyan a béta a kockázatot méri. Ugyanilyen haszontalan, hogy a béta képtelen megkülönböztetni „az egyetlen játékot – mondjuk, kőjátékot vagy hulahoppkarikát – értékesítő játékgyártó működésében rejlő kockázatot azon gyártó kockázatától, amelynek egyetlen terméke a Monopoly vagy a Barbie”. Ám a hagyományos befektetők minden további nélkül képesek ilyen különbségtételre, amennyiben tekintetbe veszik a fogyasztói viselkedést és azt, ahogyan a fogyasztói termékeket előállító vállalatok egymással versengenek, s ugyanígy azt is megállapíthatják, hogy a részvényárfolyam nagymértékű esése mikor jelez vételi lehetőséget.

A modern pénzügyi elmélettel ellentétben Buffett befektetési filozófiája nem ír elő diverzifikálást. Sőt, akár koncentrálásra is felszólíthat – ha nem a portfólió, akkor legalább a portfólió tulajdonosának elméje szintjén. Ami a portfólió koncentrálását illeti, Buffett Keynesre utal, aki nem csupán zseniális közgazdász, hanem okos befektető is volt. Keynes úgy vélte, hogy a befektetőknek két vagy három olyan vállalatba érdemes viszonylag nagy összeget tenniük, amelyekről tudnak egyet s mást, és amelyek vállalatvezetése a bizalmukra méltó. Ezen nézet szerint a kockázatot a befektetések és a befektetési gondolkodás túlságosan széles körben történő

terítése növeli. A pénzügyi és szellemi koncentráció stratégiája azáltal mérsékelheti a kockázatot, hogy a befektető intenzívebben foglalkozik adott vállalattal, és csak az annak fundamentális jellemzőivel kapcsolatos sokkal több információ birtokában fogja biztonságosnak érezni a részvények megvásárlását.

Buffett szerint a béta hőbortja figyelmen kívül hagy „egy alapelvet: jobb nagyjából eltalálni, mint pontosan tévedni”. A hosszú távú befektetési siker nem a béták tanulmányozásán és egy diverzifikált portfólió fenntartásán múlik, hanem azon a felismerésen, hogy az ember befektetőként egy vállalat tulajdonosa. A részvényeknek a hőn áhított béta-kockázati profil elérése érdekében történő vétele és eladása, s a portfólió ily módon történő kiigazítása megghiúsítja a hosszú távú befektetési sikert. Az ilyen „virágról virágra röppenés” hatalmas tranzakciós költségeket eredményez az árrés, a díjak és a jutalékok formájában, hogy az adókat ne is említsük. Buffett tréfásan megállapítja, hogy az aktívan kereskedő piaci szereplőket „befektetőnek nevezni olyan, mint a rendre egyéjszakás kalandokba bonyolódó férfit romantikusnak hívni”. Buffett befektetési filozófiája feje tetejére állítja a modern pénzügyi elmélet népi bölcsességét: a „ne tedd az összes tojásodat egy kosárba” helyett Mark Twain *Pudingfejű Wilsonjának* tanácsát kapjuk: „Tedd az összes tojást egy kosárba – és vigyázz arra a kosárra.”

Buffett az 1950-es években a Columbia Business School végzős hallgatójaként, majd később a Graham–Newman alkalmazottjaként Benjamin Grahamtól sajátította el a befektetés művészetét. Graham klasszikus műveiben, köztük *Az intelligens befektető* című munkájában a pénzügyi történelem legmélyrehatóbb befektetési bölcsességeit fogalmazta meg. Elutasította az általánosan elfogadott, ám téves gondolkodást, amely az árat az értékkel tette egyenlővé. Graham ezzel ellentétben azt tartotta, hogy az ár az, amit fizetünk, az érték pedig az, amit kapunk. Ez a két dolog ritkán egy és ugyanaz, ám a legtöbb ember alig érzékel köztük bármi különbséget.

Graham egyik legmélyenszántóbb gondolata egy, a Wall Streeten lakó személy, Piac úr. Ő az a képzeletbeli üzlettársunk, aki minden áldott nap hajlandó az éppen aktuális piaci árfolyamon megvásárolni üzletrészünket, vagy eladni a sajátját. Piac úr hangulatfüggő, az eufóriától a csüggedésig terjedő mániákus hangulatingadozásokra hajlamos. Időnként az értéknél jelentősen magasabb árakat ajánl, máskor attól szignifikánsan elmaradót. Minél inkább eluralkodik rajta a mániás depresszió, annál nagyobb lesz az ár és az érték közötti eltérés, és így az általa kínált üzleti lehetőség is. Buffett újra előveszi Piac urat, és hangsúlyozza, hogy a fegyelmezett befektetési filozófia számára mennyire értékes Grahamnek a piac egészéről alkotott allegóriája – annak ellenére is, hogy a modern pénzügyi elmélet szószólói számára Piac úr észrevétlen lenne.

Graham örökségének egy másik ékköve a biztonsági ráhagyás elve. Ez azt tartja, hogy kizárólag abban az esetben szabad bármely értékpapírba befektetni, ha alapos okunk van azt hinni, hogy a fizetett ár lényegesen alacsonyabb a kapott értéknél.

Buffett hűségesen követi ezt az elvet, utalván Grahamre, aki azt mondta: ha két szóban kellene összefoglalni a stabil befektetés titkát, akkor ez a biztonsági ráhagyás lenne. Ötven évvel azután, hogy Buffett ezt először olvasta, még mindig úgy véli, ezek a megfelelő szavak. Míg a modern pénzügyi elmélet szószólói a piaci hatékonyságra hivatkozva tagadják az ár (amit fizetünk), valamint az érték (amit kapunk) közötti különbséget, Buffett és Graham szerint minden ezen áll vagy bukik.

Ebből a különbségből adódik, hogy az „értékalapú befektetés” kifejezés szóismétlést rejt magában. Minden valódi befektetésnek az ár és az érték közötti kapcsolat értékelésén kell alapulnia. Az ár és az érték összehasonlítására ki nem terjedő stratégiák nem befektetésnek minősülnek, hanem spekulációnak – amit az árfolyam emelkedése iránti remény táplál, nem pedig a meggyőződés, hogy a fizetett ár alacsonyabb a kapott értéknél. Sok szakember egy másik gyakori hibát is elkövet, állapítja meg Buffett, amikor különbséget tesznek a „növekedésalapú befektetés” és az „értékalapú befektetés” között. A növekedés és az érték Buffett szerint egymástól nem elváló, hanem szervesen összetartozó fogalmak, mivel a növekedés az érték egyik komponensének tekintendő.

Buffettre a „relational investing” kifejezés sem helytálló. Ez a szóösszetétel az 1990-es évek közepén jött divatba, és olyan befektetési stílust ír le, amely a részvényesi tulajdon és a vállalatvezetői kontroll elválasztásának költségét szándékozik csökkenteni a részvényeseknek a vállalatvezetésben való szerepvállalásával, valamint a menedzsment feletti felügyeletével. Sokan – tévesen – Buffettre és a Berkshire-re aggatták ezt a címkét. Való igaz, hogy Buffett nagy részvénytőzsdákat vásárolt kis számú vállalatban, és hosszú ideig megtartja őket. Emellett csak olyan vállalatokba fektet be, amelyeket a bizalmát élvező vezetők irányítanak. Ám a hasonlóság ennyiben ki is merül. Ha Buffettnek mindenképpen egyetlen jelzővel kellene leírnia befektetési stílusát, akkor az olyasmi lenne, mint a „fókuszált” vagy „intelligens” befektetés. Azonban még ezek a szavak is ismétlésnek hatnak; jelző nélkül a befektető írja le legjobban Buffettot.

A hibás szóhasználat közé sorolható még a spekuláció és az arbitrázs mint a készpénzmenedzsment megalapozott módszerei közötti különbség összemosása; az utóbbi rendkívül fontos a Berkshire-hez hasonlóan jelentős szabad pénzeszközzel rendelkező vállalatok számára. Mind a spekuláció, mind az arbitrázs lehetőséget kínál a felesleges pénzeszközöknek a rövid lejáratú pénzgyenértékesek, például a kereskedelmi papírok vásárlásától eltérő felhasználására. A spekulációnál a készpénzt arra használják fel, hogy be nem jelentett, közelgő vállalati tranzakciókról szóló pletykák alapján bizonyos vállalati eseményekre fogadjanak. Az arbitrázs, amely alatt hagyományosan egy árucikk árfolyamában két eltérő piacon fennálló különbség kihasználását értették, Buffett számára a kis számú nyilvánosan bejelentett lehetőségben felvett rövid távú pozíciókat jelenti: ugyanannak a dolognak az eltérő időpontokban fennálló különböző árait aknázza ki. Annak eldöntésére, hogy így módon használja-e fel a pénzt, józan ésszel megválaszolható négy kérdést kell értékelni pletykák helyett információk alapján: az esemény bekövetkezésének valószínűségét; azt, hogy mennyi ideig lesz a pénzeszköz lekötve; a lehetőségköltségét; valamint az esemény elmaradása esetén elszenvedett veszteség mértékét.

Piac úr és a biztonsági ráhagyás mellett a kompetenciakör elve a Graham/Buffett-féle intelligens befektetés harmadik lába. Ez a józan észre épülő szabály azt mondja a befektetőknek, hogy olyan vállalatokra korlátozzák befektetéseiket, amelyek működését szerény erőfeszítésekkel is képesek megérteni. Következétesen megmaradni annál, amihez ért – ez az, ami lehetővé teszi Buffett számára a mások által ismétlődően elkövetett hibák elkerülését. Elsősorban azok esnek újra meg újra ezekbe a hibákba, akik bedőlnek a spekulatív piacokat rendre megfertőző technológiai szeszélyek, valamint az új korszak retorikája által ígért gyors meggazdagodás fantazmagóriájának.

Mindenféle befektetési gondolkodás során óvakodni szükséges attól, amit Buffett „intézményi kényszernek” nevez. Olyan mindenütt jelen lévő erő ez, amely hatására az intézményi dinamika a változással szemben ellenállást termel, felszívja a rendelkezésre álló vállalati pénzeszközöket, a beosztottakat pedig arra készíti, hogy reflexből támogassák a vezérigazgató optimálistól elmaradó stratégiáit. A gazdaság- és jogtudományi iskolákban tanítottakkal ellentétben ez a meggyőző erő gyakran megzavarja a racionális üzleti döntéshozatalt. Az intézményi kényszer végeredménye olyan „Kövessd a csordát!” mentalitás lesz, amely iparági vezetők helyett iparági imitátorokat termel – ez az, amit Buffett lemmingszerű üzleti megközelítésnek hív.

A törzsrészvények alternatívái

Mindezek a befektetési elvek Buffettnek a törzsrészvényeken kívüli befektetési lehetőségekről – így a bővli és kamatszervény nélküli kötvényekről és elsőbbségi részvényekről – szóló lendületes írásaiban kelnek életre. A Wall Streetet, valamint az akadémikusokat is megszólító Buffett ismét Graham ötleteire támaszkodva utasítja vissza a bővli kötvények védelmére kidolgozott „tör”-elméletet. Ez az elmélet egy olyan autósófor extra gondosságát hozza fel hasonlatként, aki a kormánykerékre rögzített tör mellett kénytelen irányítani a gépjárművet. A vállalatvezetésre gyakorolt hasonló fegyelmező hatást tulajdonítanak a tőkeszerkezetben felhalmozott hatalmas mennyiségű hitelnek is.

Buffett az 1990-es évek elejének recessziójában a nyomasztó hitelterhek alatt csődbe menő vállalatok nagy számára rámutatva vitatja a tudományos kutatások azon eredményét, amely szerint a bővli kötvények magasabb hozama bőségesen kompenzálja a fizetéseképtelenség körükben kimagasló arányát. Ezt a hibát egy elsőéves statisztika szakos hallgató által is felismerhetően téves feltételezésnek tulajdonítja: a vizsgált időszakban fennálló körülmények a jövőben is fennállnak majd. Nem fognak. A bővli kötvényekkel kapcsolatos butaságra még jobban rávilágít Charlie Munger ebbe a gyűjteménybe beválogatott egyik írása, amely Michael Milken pénzügyekhez való megközelítését taglalja.

A Wall Street hajlamos az ötleteket azok bevételtermelő képessége, nem pedig pénzügyi ésszerűsége alapján a keblére ölelni – ez a hajlam gyakran az egyébként jó ötleteket is tönkreteszi. A kamatszervény nélküli kötvények történelmének ismeretésekor például Buffett rámutat, hogy ezek az értékpapírok képesek a vevő számára a hagyományos kötvény kuponjával megegyező nagyságú hozamot garantálni,

amire a hagyományos, rendszeresen kamatot fizető kötvények nem szükségszerűen alkalmasok. A kamatszervény nélküli kötvények átmenetileg lehetővé tették a hitel-feltevőnek, hogy a kamatköltség fizetéséhez szükséges további szabad cash-flow nélkül vegyen fel további hitelt. A problémák azonban akkor jelentkeztek, amikor a kamatszervény nélküli kötvényeket elkezdtek egyre gyengébb hitelminősítéssel bíró vállalatok is kibocsátani, akiknek a szabad pénzáramlásuk nem volt elegendő növekvő hitelkötelezettségeik teljesítésére. Buffett keserűen megállapítja, hogy „miként az a Wall Streeten túl gyakran előfordul, amit a bölcs elkezd, azt a bolond fejezi be”.

A kortárs pénzügyi termékfejlesztés a derivatíváknak (származtatott vagy származékos ügyleteknek) nevezett komplex instrumentumok robbanásszerű elterjedését hozta. Nevük onnan ered, hogy ingadozó értéküket egy, a szerződésben megnevezett benchmark mozgásából származtatják. Támogatói úgy tartják, hogy ezen eszközök hasznosak a kockázatkezelésben – és a Berkshire időről időre szerény pozíciókat vesz fel Buffett megítélése szerint félreárazott derivatív szerződésekben. Ám míg védelmezői azt hiszik, hogy a derivatívák a teljes rendszerszintű kockázat csökkentésére is alkalmasak, Buffett attól tart, hogy ezzel éppen ellentétes hatásúak. Nehezen értékelhetők, értékük gyorsan változhat, és láncszemek rendszerét, valamint egymástól való függőséget hozhatnak létre a pénzintézetek között. Ezen tények együttesen azt jelenthetik, hogy amennyiben valamelyik szektorban egyetlen esemény problémákat okozna, akkor azok dominóhatásszerűen és gyorsan áterjedhetnek más szektorokra is, rendszerszintű következményeket váltva ki ezáltal.

Buffett elismeri, hogy a derivatívákkal kapcsolatos kockázatokról alkotott véleményét befolyásolhatja minden olyan megakatasztrófa kockázatával szembeni averziója, amely a Berkshire pénzügyi erődként betöltött pozícióját gyengíthetné. Ám véleményét nem karosszékében ülve alakította ki: többévi közvetlen tapasztalatot szerzett egy derivatívákkal foglalkozó üzletág irányításakor, amelyhez a Gen Re viszontbiztosító Berkshire általi felvásárlásával jutott. Buffett ismerteti a kellemetlen következményeket, amelyekkel azért volt kénytelen szembesülni, mert nem szabadult meg azonnal ettől az üzletágtól. Elmondja, hogy miért nem sikerült értékesíteni, illetve hogy a könyvei telis-tele voltak olyan hosszú távú kötelezettségekkel, amelyek leépítése több fájdalmas évbe tellett. Buffett hosszasan elmélkedik ezen a tapasztalatán, hogy mások okulhassanak a Berkshire megpróbáltatásaiból.

A derivatív szerződések rendszerszintű kockázatainak leckéi után az USA növekvő külkereskedelmi deficitjéből (az USA exportja és importja között az utóbbi javára meglévő különbségből) eredő makroökonómiai leckék következnek. Az 1990-es évek elején 100 milliárd dollárra rúgó hiány a 2000-es évek végére megközelítette az 1 billió dollárt. Míg a közgazdászok különböző nézeteket vallanak a külkereskedelmi hiány és többlet kívánatosságáról, Buffett rámutat, hogy a deficit az USA-ból külföldre irányuló vagyontranszfert eredményez. A trend azt jelenti, hogy nem amerikaiak az USA eszközeinek egyre növekvő részét birtokolják – összesen mintegy 3 billió dollárnyit az egy évtizeddel korábbi gyakorlatilag nullával szemben. 2006-ban ráadásul az is bekövetkezett – 1915 óta először –, hogy a nem amerikai befektetők több hozamot értek el USA-beli eszközeiken, mint az amerikai befektetők az USA-n kívüli befekte-

téseiken. Amennyiben a külkereskedelmi deficitet a túlfogyasztás hajtja, ez jövőbeli gazdasági problémákhoz, sőt akár politikai nyugtalansághoz is vezethet az USA-ban.

Buffett elmagyarázza, mit jelent mindez a Berkshire befektetései döntéseinek tekintetében. A Berkshire sok milliárd dollár értékű eszközt tart amerikai dollárban. Ám a jelentős külkereskedelmi hiány más vezető devizákkal szemben gyengíti az amerikai fizetőeszközt. Részben ellensúlyozandó a Berkshire amerikai dollárban denominált hatalmas befektetési állományát, Buffett 2002-ben, életében először, devizaügyletekbe fogott. A fenti tényezők hatására a Berkshire egyre nagyobb mértékben vásárol külföldi devizában jegyzett részvényeket, így kerülve el azt, hogy kitegye magát a csak dolláralapú befektetések kockázatának.

Közönséges részvények

Buffett felidézi, hogy azon a napon, amikor a Berkshire-t 1988-ban bevezették a New York-i Értéktőzsdére, így szólt Jimmy Maguire-hez, a Berkshire-részvények tőzsdei árjegyzőjéhez: „Hatalmas sikeredként fogom értékelni, ha a következő kötés mostantól számított két év múlva lesz a papírban.” Bár Maguire „nem úgy nézett ki, mint akit ez az eshetőség lázba hozna”, Buffett hangsúlyozza: minden részvényvásárlásnál úgy gondolkozik, hogy „amennyiben a tőzsde zárva tartásakor nem tudunk örülni annak, hogy adott vállalat egy darabkáját birtokoljuk, akkor sem fogunk tudni, amikor a tőzsde nyitva van”. Míg a Berkshire és Buffett hosszú távon gondolkodó befektető, túl sokan vannak olyanok, akik csupán rövid távra kereskednek a részvényekkel – jelentős költségeknek téve ki magukat ezáltal.

Az amerikai vállalatok együttesen mintegy évi 700 milliárd dollár nyereséget érnek el. Ez az összeg elméletben az ezeket a társaságokat birtokló részvényeseket illeti meg. A gyakorlatban azonban ennek a nyereségnek számottevő része elszivárog a kereskedéshez társítható súrlódási költségek következtében. A kereskedés annak átrendezése, hogy ki milyen részvényt birtokol. Ez az átrendezés a brókereknek fizetendő jutalék, a vagyonkezelőt illető díjak, illetve a pénzügyi és üzleti tanácsadók által elvárt ellenszolgáltatások megfizetésével jár együtt. Ez utóbbiak ráadásul további tanácsokat is adnak a folyamat során. Az utóbbi időben magukat hedge fundoknak vagy magántőke-társaságoknak nevező egész iparágak épültek ezekre a súrlódási költségekre. Buffett becslése szerint Amerika körülbelül 700 milliárd dollárnyi éves vállalati eredményének mintegy 20 százalékát is elérhetik az ilyen jellegű költségek.

Sok vezérigazgatóval ellentétben, akik arra vágnak, hogy vállalatuk részvényei a lehető legmagasabb árfolyamon cseréljenek gazdát a piacon, Buffett jobb szereti, ha a Berkshire-papírok a vállalat belső értékén vagy annak közelében forognak – sem érzékelhetően alatta, sem számottevően felette. A részvényárfolyam és a belső üzleti érték ilyenén kapcsolata azt jelenti, hogy adott időszak üzleti eredményeiből azok fognak profitálni, akik azon időszakban birtokolták a vállalatot. A kapcsolat fenntartásához olyan részvényesi kör szükséges, amelynek tagjai a rövid távú, piacorientált stratégia helyett hosszú távú, üzleti szemléletű befektetési filozófián osztoznak.

Buffett Phil Fisher azon meggyőződését citálja, amely szerint a vállalat olyan, mint egy étterem: adott ízlésű emberek számára kínál vonzó étlapot. A Berkshire hosszú távú étlapja azt hangsúlyozza, hogy a kereskedési aktivitás költségei csorbíthatják a hosszú távú eredményeket. Ez olyannyira igaz, hogy Buffett becslése szerint az aktívan kereskedett részvények tranzakciós költségei – a brókeri jutalékok és az árjegyzői árrés – gyakran a vállalat nyereségének 10 százalékát is meghaladják. A hosszú távú befektetési sikerhez el kell kerülni vagy minimalizálni kell ezen költségeket, és a Berkshire-nek a New York-i Értéktőzsdére való bevezetése segített mérsekelni ezeket.

A vállalati osztalékpolitika fontos, és a befektetőket minden esetben érintő tőkeallokációs kérdés, amit ennek ellenére ritkán fejtenek ki számukra. Buffett írásaiban tisztázza ezt a kérdést, hangsúlyozva azt, hogy „a tőkeallokáció döntő szerepet játszik mind a vállalatirányításban, mind a befektetéskezelésben”. 1998 elején a Berkshire törzsrészvényének piaci árfolyama meghaladta az 50 000 dollárt, és a vállalat könyv szerinti értéke, eredménye, valamint belső üzleti értéke is évről évre stabilan, a piaci átlagot számottevően meghaladó mértékben növekedett. Történt mindez annak ellenére, hogy a vállalat soha nem hajtott végre részvényfelaprózást, és több mint három évtizede nem fizetett pénzbeli osztalékot.

A Berkshire osztalékpolitikája a hosszú távú üzleti étlap és a tranzakciós költségek minimalizálásának elvén túlmenően Buffett azon meggyőződését tükrözi, hogy a vállalati eredmény kifizetése és visszatartása közötti arány egyetlen dologtól kell, hogy függjön: az eredmény minden olyan dollárját vissza kell tartani, amelynél a visszaforgatás legalább egy dollárral növeli az üzleti értéket; ha ez nem valósul meg, osztalékként ki kell fizetni. Az eredmény visszaforgatását kizárólag abban az esetben lehet megindokolni, ha „a visszatartott tőke legalább akkora többletnyereséget generál, mint amekkora a befektetők által általánosan elérhető”.

Buffett sok másik egyszerű szabályához hasonlóan ezt is gyakran figyelmen kívül hagyják a vállalatvezetők – természetesen azt az esetet leszámítva, amikor leányvállalataik számára hoznak osztalékfizetési döntéseket. Az eredményeket gyakran nem a tulajdonosok érdekeit szolgáló okokból, hanem például a vállalati birodalom kiterjesztése vagy a vezetés számára kényelmes működési feltételek megteremtése céljából tartják vissza.

Miként Buffett a szimpóziumon elmondta, a Berkshire esetében annyira máshogyan mennek a dolgok, hogy saját szabálya alapján a szóban forgó cég „eredményének akár 100 százaléknál nagyobb részét is kifizetheti”, mire Charlie Munger csak annyit vetett közbe: „Piszkosul igazad van.” Erre mindazonáltal még nem volt szükség, mert Buffett gondnoksága alatt a Berkshire-nél mindig is felfedezték és kiaknázták a kiváló megtérülést ígérő lehetőségeket.

Az alulárazott saját részvények vásárlása értékteremtő tőkeallokációs módszer lehet, ám az ilyen vásárlások nem mindig azok, aminek látszanak. Az 1980-as években és az 1990-es évek elején a saját részvény-vásárlások ritkák voltak, és Buffett becsülte azokat a vállalatvezetőket, akik felismerték, hogy egy 1 dolláron forgó, de 2 dollár értékű részvény megvásárlása aligha lehet alábbvaló a vállalati pénzeszközök egyéb

felhasználási módjainál. Sajnos, ahogy ez gyakran történik, az utánpótlás beléptek a képbe, és immár gyakran látni olyan vállalatokat, amelyek 2 dollárért vásárolják vissza 1 dollárt érő saját részvényeiket. Ezek az értékpusztító saját részvény-vásárlások gyakran a süllyedő részvényárfolyamoknak kívánnak támaszt adni, vagy a sokkal alacsonyabb árfolyamokon lehívott részvényopciók miatt kibocsátott részvényeket hivatottak ellentételezni.

Egy másik széles körben alkalmazott vállalati gyakorlat a részvényfelaprózás, amely, mint Buffett rávilágít, rosszul szolgálja a tulajdonosi érdekeket. A részvényfelaprózás három következménnyel jár: a magas részvényforgalmat elősegítve növeli a tranzakciós költségeket; rövid távú, piacorientált nézeteket követő részvényeseket vonz, akik tévesen a részvénypiaci árfolyamokra összpontosítják figyelmüket; és ennek a két hatásnak az eredményeként a belső üzleti értéktől jelentősen eltérő árfolyamhoz vezet. Amíg ezeket ellentételezni képes előnyökkel nem jár, ostobaság lenne a Berkshire részvényeit felaprózni. Ezen túlmenően, teszi hozzá Buffett, egy ilyen lépés azzal is fenyegetne, hogy visszajára fordítja az elmúlt három évtized kemény munkáját, amivel sikerült minden más nyilvánosan működő vállalaténál jobban fókuszált és hosszú távú befektetőkből álló részvényesi kört kialakítani.

Két fontos következménnyel járt a Berkshire magas részvényárfolyama és osztalékpolitikája. Először is a kivételesen magas részvényárfolyam korlátozta a Berkshire-részvényesek azon lehetőségeit, hogy részvényeikből adómentesen ajándékozzanak családtagjaiknak és barátaiknak – erre Buffett javasolt néhány ésszerű megoldást, köztük azt, hogy kedvezményes áron adják el az adományozottnak a kívánt papírokat. Másodsorban a Wall Street termékfejlesztői olyan értékpapírokat próbáltak összeeszkábálni, amelyek a Berkshire teljesítményét igyekeztek volna reprodukálni, s olyan emberek körében értékesítették volna ezeket, akik nem ismerték és értették kellőképpen a Berkshire-t, annak tevékenységét és befektetési filozófiáját.

Ezekre válaszul Buffett és a Berkshire zseniális dolgot lépett. 1996 közepén a Berkshire-részvények egy új típusát, a B osztályú részvényeket létrehozva és nyilvánosan értékesítve átalakította tőkeszerkezetét. Minden B részvény az A részvényekkel járó jogok 1/30-ára jogosítja fel tulajdonosát – az alábbi kitételrel: egy B részvény egy A részvény szavazati arányának 1/200-ad részével rendelkezik. Következésképpen a B részvényeknek az A részvények piaci árfolyama 1/30 részén kellene forogniuk (és ez így is van).

Az A részvények átválthatók B részvényekre, csinálj magad mechanizmust biztosítva a Berkshire-részvényeseknek például az ajándékozási célból végrehajtott részvényfelaprózáshoz. Ennél is fontosabb, hogy a Berkshire tőkeszerkezetének átalakítása leállította a Buffett-féle alapelvek mindegyikének ellentmondó Berkshire-klónok piacra dobását. Ezek a klónok – befektetési alapok, amelyek a befektetési jegyeik iránti keresletnek megfelelően adták-vették volna a Berkshire-részvényeket – költségeket róttak volna a részvényesekre. Amennyiben a Berkshire tevékenységét és filozófiáját nem értő emberek tartották volna ezeket a befektetési jegyeket, az árfolyam és az érték között jelentős eltéréseket eredményező árfolyamkilengések következtek volna be a Berkshire papírjaiban.

A B részvények létrehozása gondoskodik arról, hogy a papírok kizárólag a Buffett fókuszált befektetési filozófiáját osztó befektetők számára legyenek vonzók. Ezen részvények kibocsátásával kapcsolatban Buffett és Munger hangsúlyozták, hogy a Berkshire-részvény akkoriban nem volt alulértékelt. Kijelentették, hogy sem A részvényeket nem vásárolnának az akkori piaci árfolyamon, sem B részvényeket a kibocsátási áron. Az üzenet egyszerű volt: csak akkor vásárolj ezeket az értékpapírokat, ha kész vagy hosszú távon megtartani őket. Úgy tűnik, hogy a B részvényeket kizárólag a hosszú távú befektetők szemében vonzóvá tenni szándékozó erőfeszítések sikerrel jártak: a kibocsátás utáni kereskedési forgalom jóval az NYSE-en jegyzett részvények átlagos forgalma alatt maradt.

Egyesek meglepődtek Buffett és Munger óvatosságra intő kijelentése okán, mivel a vállalatvezetők többsége általában azt hangoztatja, hogy újonnan kibocsátott részvényeiket nagyon jó áron kínálják megvételre. Mindazonáltal ne lepje meg önöket Buffett és Munger figyelmeztetése. Egy olyan vállalat, amelyik az értéktől elmaradó áron adja el részvényeit, meglévő részvényeseit lopja meg. Buffett érthető módon ezt bűnnek tartja.

Fúziók és felvásárlások

A Berkshire felvásárlási politikája kettős megközelítést követ: kiváló gazdasági helyzetben lévő, valamint Buffett és Munger által kedvelt és csodált, illetve a bizalmukra méltó menedzsment által irányított vállalatok megvásárlása részben vagy egészben. A közkeletű gyakorlattal ellentétben Buffett azt vallja, hogy teljes vállalatok felvásárlása esetén ritkán indokolt felárat fizetni.

A ritka esetek közé tartoznak a különösen erős márkanevekkel bíró vállalatok – amelyek az értékesítési volumen vagy a piaci részesedés visszaesésének veszélye nélkül emelhetik áraikat, és amelyeknek csupán többlet-tőkebefektetésre van szükségük ezek növeléséhez. Az ilyen márkanevekkel büszkélkedő vállalatokkal akár az átlagos vezetők is magas megtérülést érhetnek el. A ritka esetek második kategóriáját az olyan kivételes menedzserek alkotják, akik rendelkeznek azzal az irigylésre méltó képességgel, hogy felismerik az alulteljesítő vállalatokat, és páratlan tehetségük alkalmazásával felszínre hozzák a rejtett értékeket.

Az ezen két kategóriába tartozó esetek száma rendkívüli mértékben korlátozott, és nyilvánvalóan nem ad magyarázatot az évi több száz, jelentős felár mellett végbemenő felvásárlásra. Buffett a felvásárló vállalatvezetők hármaskörének motivációjának tulajdonítja ezeket a ritka kivételek közé nem sorolható, felár mellett megkötött tranzakciókat: az akvizíció izgalma, a nagyobb vállalatméret izgalma és a szinergiákkal kapcsolatos túlzott optimizmus. Amennyiben a megszerzett vállalatért részvénnel fizetnek, a Berkshire csak abban az esetben bocsát ki részvényeket, ha legalább ugyanannyi üzleti értéket kap, mint amennyit ad. Egyre nehezebbé válik a Berkshire számára, hogy megfeleljen ennek a feltételnek. Ez azért van így, mert a Berkshire a Louvre műkincskollekciójának üzleti megfelelőjét gyűjtötte össze. Igen nehéz a meglévő gyűjtemény értékét egyetlen új Botticelli hozzáadásával nö-

velni, és ez még inkább igaz, ha ennek érdekében a Rembrandt-gyűjtemény egy darabjáról kell lemondani.

Más vállalatok menedzsmentje számára is komoly kihívást jelent ennek a szabálynak a betartása, ám nem annyira a birtokukban lévő vállalatok csodás kollekciója miatt. Sokkal inkább azért, mert mint Buffett megállapítja, a felvásárlásoknál az eladók a vevő részvényének piaci árfolyama, nem pedig belső értéke szerint mérik az eladási árat. Ha a vevő részvénye, mondjuk, a belső üzleti értéke felének megfelelő árfolyamon forog, akkor a vevő kétszer akkor üzleti értéket ad, mint amekkorát kap. Az általában a szinergiára és a méretre hivatkozó vállalatvezetők a részvényesi érdekek fölé helyezik saját izgalmukat és túlzott optimizmusukat.

Ráadásul a részvényekkel fizetett akvizíciókat túl gyakran (szinte mindig) úgy írják le, hogy „a vevő megvásárolja az eladót”, vagy „a vevő megszerzi az eladót”. Buffett állítja, hogy az alábbi vagy ahhoz valami hasonló megfogalmazás segítene rendet tenni a fejekben: „a vevő saját vállalatának egy részét eladva megszerzi az eladót”. Végére is ez az, ami történik, és lehetővé teszi annak megítélését, hogy a vevő miről mond le az akvizíció megvalósítása érdekében.

A részvények fizetőeszközként való használatának egy másik hibás esete az ún. greenmail gyakorlata, amikor egy nemkívánatos részvényes papírjait felárral visszavásárolva szerelik le annak felvásárlási szándékát. Míg a minden részvényest érintő saját részvény-vásárlások értékteremtőek lehetnek, a greenmailt Buffett egyszerűen a vállalati rablás újabb formájának minősíti, és elítéli ezt a gyakorlatot.

Charlie Munger a gyűjteményben olvasható másik írásában rávilágít arra, hogy az 1980-as évek hitelből finanszírozott felvásárlási (leveraged buyout – LBO) hulláma szinte ugyanilyen mértékben elítélendő. A megengedő jogszabályok rendkívül jövedelmezővé tették az LBO-kat, állapítja meg Munger, de az ilyen felvásárlások gyengítették a vállalatokat, az óriási adósságfizetési kötelezettségek jelentős mértékben megterhelték a vállalatok készpénztermelő képességét, és megnövelték az akvizíciók átlagos költségét.

Az átlagos felvásárlási árak növekedése tovább nehezítette az értéknövelő felvásárlások felkutatásának feladatát. Ez olyannyira így van, hogy, mint Buffett megállapítja, a legtöbb akvizíció értékcsökkentő. A legjobb értéknövelő tranzakciók felkutatásához a lehetőségköltségre kell koncentrálni, amit elsődlegesen a kiváló vállalatok apró darabkáinak részvénypiaci vételek útján történő megvásárláshoz viszonyítva kell mérni. Az ilyen fókuszálás idegen a rögeszmésen a szinergiával és mérettel foglalkozó vállalatvezető számára, ám lényegi része a Berkshire kettős befektetési megközelítésének.

A Berkshire további előnyökkel bír az akvizíciók területén: kiváló minőségű részvénnel képes fizetni, és szokatlan mértékű vállalatvezetői autonómiát kínál az ügylet megkötése után – mint Buffett megállapítja, mindkettő ritkaság a felvásárló vállalatok körében. Buffett emellett arra is emlékeztet, hogy minden esetben megtartja azt, amit ígért: a Berkshire számtalan vállalatot vásárolt meg családtagoktól vagy egyéb szűk tulajdonosi köről, és arra ösztönzi a cégük értékesítésén gondolkodókat, hogy érdeklődjenek a korábbi eladóknál, hogy a Berkshire tettei mennyire vannak összhangban eredeti ígéreteivel.

Számvitel és értékelés

Buffett írásaiból szórakoztató és tanulságos leckét kapunk a pénzügyi adatok értelmezéséről és felhasználásáról. Az általános elfogadott számviteli elvek meghatározó aspektusokból történő boncolgatásával a szakember rámutat a számvitelnek a vállalatok vagy befektetések elemzésében és értékelésében betöltött fontosságára és korlátaira. Közérthetően taglal olyan releváns témákat, amelyek rávilágítanak a számviteli és a gazdasági eredmény, a számviteli és a gazdasági goodwill, illetve a számviteli könyv szerinti érték és a belső üzleti érték közötti fontos különbségekre. Mindezek a fogalmak a befektetők és vállalatvezetők értékelési fegyvertárának fontos kellékei.

A számvittel kapcsolatban elsődlegesen azt szükséges megérteni, hogy az pusztán egy forma, s mint ilyen, manipulálható. Buffett Benjamin Grahamnak az 1930-as években írt szatírájával példázza, hogy ez a manipuláció milyen mértékű lehet. A Graham által ismertetett haladó számviteli módszerek lehetővé teszik a képzeletbeli US Steelnek, hogy látványosan megnövekedett eredményről számoljon be pénzbeli ráfordítások, illetve a működési feltételek vagy az értékesítési gyakorlat megváltoztatása nélkül. Grahamnak ez a számviteli csűrést-csavarást bemutató írása szatirikus hangvételét leszámítva nem is nagyon tér el attól, amivel az amerikai vállalatok nemritkán előállnak.

Buffett kiemeli, hogy a hasznos pénzügyi beszámolóknak képessé kell tenniük az olvasójukat arra, hogy megválaszolhasson három alapvető kérdést: körülbelül mennyit ér a vállalat; mennyire valószínű, hogy képes lesz teljesíteni jövőbeli kötelezettségeit; és mennyire végeznek jó munkát a vállalatot irányító vezetők. Buffett azon kesereg, hogy a GAAP szerinti konvenciók megnehezítik ezen kérdések megválaszolását, és az üzleti világ komplexitásából adódóan szinte bármilyen számviteli rendszernek gondokat okozna az, hogy teljesen pontos válaszokat adjon. Elismervén a GAAP-nél jobb számviteli rendszer kialakításának elképesztő nehézségét, Buffett olyan fogalmakat taglal, amelyek segítenek a befektetők és vállalatvezetők számára hasznossá tenni a pénzügyi információkat.

Gondoljanak bele a Buffett által „kiterjesztett eredménynek” nevezett fogalomba! A befektetések GAAP szerint könyvelése konszolidálást ír elő a többségi tulajdonban lévő vállalatok esetében, ami azt jelenti, hogy a befektetési célpont pénzügyi kimutatásának minden tételét szerepeltetni kell az anyavállalat kimutatásaiban. A 20–50 százalékos részvényrészesedések esetén a befektető vállalat a befektetési célpont arányos rá eső eredményét kell, hogy feltüntesse beszámolóiban; a 20 százalék alatti befektetések esetében a GAAP azt írja elő, hogy a befektető a rá eső eredmény helyett kizárólag az általa ténylegesen megkapott osztalékokat tüntesse fel. Ezek a számviteli szabályok elfedik a Berkshire gazdasági teljesítményének egy fontos tényezőjét: a befektetési célpontok ki nem fizetett eredménye a Berkshire értékének jelentős részét képezi, ám a vállalatnak a GAAP szerint elkészített pénzügyi beszámolóiban ez nem szerepel.

Felismervén, hogy egy részvénybefektetés értékét nem az általa megszerzett részesedés mértéke, hanem a ki nem fizetett eredmény felhasználásának módja határozza

meg, Buffett a Berkshire gazdasági teljesítményének mérésére megalkotta a kiterjesztett eredmény fogalmát. A kiterjesztett eredmények kiszámításához a befektetési célpontok ki nem fizetett eredményét – illetve annak az adófizetési kötelezettséggel csökkentett részét – kell hozzáadni a Berkshire saját adózott eredményéhez. Sok vállalat esetében a kiterjesztett eredmény megegyezik a GAAP szerinti eredménnyel. Ám a Berkshire, és minden bizonnyal sok egyéni befektető esetében is, a kettő eltér egymástól. Ily módon a magánszemélyek is hasonló megközelítést követhetnek saját portfóliójuk esetében, és megpróbálhatnak olyan portfóliót kialakítani, amely hosszú távon a lehető legnagyobb kiterjesztett eredményt éri el számukra.

A számviteli és gazdasági goodwill közötti különbség köztudott, azonban Buffett éleslátása elgondolkodtatóvá teszi a témát. A számviteli goodwill lényegében az az összeg, amennyivel egy vállalat vételára meghaladja a megszerzett eszközök (a kötelezettségek levonása utáni) piaci értékét. A goodwill eszközként szerepel a mérlegben, majd évi ráfordításként általában negyven év alatt leíródik. Ennek eredményeképp idővel a vállalatnak tulajdonított számviteli goodwill ennek a ráfordításnak a teljes összegével csökken.

A gazdasági goodwill valami egészen más. Immateriális javak, például a márkanév ismertségének kombinációja, amely lehetővé teszi az adott vállalatnak, hogy az átlagos hozamokat meghaladó eredményt érjen el tárgyi eszközein, például gépeken és berendezéseken. A gazdasági goodwill összege ennek a többteleterménynek az aktívált értéke. A gazdasági goodwill hajlamos az idő múlásával emelkedni – középszerű vállalatok esetében legalább nominálisan, az inflációval arányos mértékben, míg a stabil gazdasági jellemzőkkel és értékes márkanévvel rendelkező cégek esetében az árszínvonal emelkedését meghaladó mértékben. Ez olyannyira így van, hogy a tárgyi eszközeikhez képest nagyobb gazdasági goodwilllel rendelkező vállalatokat kevésbé bántja az infláció, mint az arányaiban kevesebb ilyen goodwilllel rendelkezőket.

A számviteli és a gazdasági goodwill közötti fenti különbségekből az alábbi következtetéseket lehet levonni: először is adott vállalat gazdasági goodwilljét legjobban az alapján lehet megállapítani, hogy a goodwill értékcsökkenési leírásait figyelmen kívül hagyva mekkora eredményt képes elérni a hitelek értékével csökkentett nettó tárgyi eszközein. Ezért amikor egy vállalat más cégeket vásárol fel, és az akvizíciók egy goodwillnek nevezett eszközben tükröződnek, a vállalat elemzésekor nem szabad figyelembe venni annak értékcsökkenési leírásait. Ugyanakkor, mivel a gazdasági goodwillt teljes gazdasági költségén, azaz értékcsökkenés előtt kell mérni, a lehetséges felvásárlási célpontok értékelését szintén ezen amortizációs ráfordítások figyelmen kívül hagyásával kell elvégezni.

Buffett mindazonáltal hangsúlyozza, hogy az értékcsökkenési leírásra ugyanez nem érvényes – ezeket nem szabad figyelmen kívül hagyni, mert ezek valódi gazdasági költségek. Ezt a megállapítást akkor teszi, amikor elmagyarázza, hogy a Berkshire miért közli mindig részvényeseivel a felvásárolt vállalatoknak a GAAP által megkövetelt számviteli goodwill-leírások nélkül számított működési eredményét is.

A Wall Streeten megszokott a különböző cash-flow számítások alapján végzett vállalatértékelés, amelynél a cash-flow-t a következőképpen számolják: (a) üzemi eredmény

plusz (b) értékcsökkenés és egyéb, nem pénzbeli ráfordítás. Buffett hiányosnak tartja ezt a képletet. Az (a) üzemi eredmény és a (b) nem pénzbeli ráfordítások összeadása után valami mást ki kell vonni még: (c) a vállalat által igényelt újrabefektetést. Buffett a következőképpen definiálja a (c)-t: „a gépekre és berendezésekre stb. fordított éves átlagos beruházási kiadások értéke, amelyeket a vállalat elkölteni kényszerül ahhoz, hogy teljes egészében megőrizze hosszú távú versenypozícióját és értékesítési volumenét”. Buffett az $(a) + (b) - (c)$ eredményét hívja „tulajdonosi nyereségnek”.

Amikor (b) és (c) eltérnek, a cash-flow, illetve a tulajdonosi nyereség elemzése is eltérő lesz. A vállalatok többségénél a (c) általában meghaladja (b)-t, így a cash-flow elemzése jellemzően felülbecsüli a gazdasági realitásokat. Minden olyan esetben, amikor (c) eltér (b)-től, a tulajdonosi nyereség kiszámítása a vállalati teljesítmény pontosabb értékelését teszi lehetővé a befektető számára, mint a GAAP szerinti eredmény vagy a számviteli goodwill-leírásokat figyelembe vevő cash-flow. Ez az oka annak, hogy a Berkshire az általa felvásárolt vállalatok tulajdonosi nyereségét is közzéteszi, s nem csupán a GAAP szerinti eredményadatokra és a cash-flow számításra támaszkodik.

A gazdasági kontra számviteli goodwill, valamint a tulajdonosi nyereséggel foglalkozó Buffett-írások állásfoglalást jelentenek a több évtizede tartó és időről időre a címlapokra kerülő számviteli vitában: vajon a fúziókat egy vállalat egy másik által történő „megvásárlásaként” vagy a korábban különálló vállalatok érdekeltségeinek összevonásaként („pooling”) kell-e elkönyvelni. Azért lovagolnak ezen a kérdésen, mert a két felfogás közötti különbség határozza meg, hogy az egyesített vállalat több évtizeden keresztül kénytelen lesz-e eredményével szemben ráfordításként elszámolni a számviteli goodwill leírását, vagy sem. A vállalatvezetők jobb szeretik nem megterhelni jövőbeli nyereségeiket ezzel a tétellel, s így a pooling mellett teszik le a voksukat. A számvitel védelmezői úgy gondolják, kizárólag a másik megközelítésnek van értelme, így hát el akarják törölni a pooling módszert, és minden fúziónál a beszerzési értéken történő elszámolást követelnék meg.

Buffett olyan megoldást kínál, amely mindkét oldalt megnyugtatja és a valósággal is összhangban van. Azt javasolja, hogy eszközként mutassák ki a goodwillt, de azt ne kelljen automatikusan leírni a jövőbeli eredménnyel szemben. A számvitel védelmezői boldogok lehetnek, hogy a goodwillt nyilvántartják, a vállalatvezetők pedig dörzsölhetik a markukat, mert a jövőbeli eredményeket csak akkor kell költséggel megterhelni, ha a goodwill ténylegesen veszít az értékéből. Mindez a valósággal is összhangban van, mert gyakorlatilag az összes fúzióra igaz, hogy (a) az egyik fél az eladó és a másik a vevő, és (b) az idő során a megszerzett gazdasági goodwill értéke a valóságban inkább hajlamos növekedni, mintsem csökkenni. (A számviteli szabályalkotók végül ennek a javaslatnak egy módosított változatára voksoltak.)

Buffett speciális eszköztárának utolsó példája a belső érték: „a vállalatból annak hátralévő élettartama alatt kinyerhető készpénz diszkontált értéke”. Definálni egyszerű a belső értéket, kiszámítása mindazonáltal sem nem könnyű, sem nem vezet objektív végeredményre. Az függ mind a jövőbeli cash-flow-ra, mind a hozamszint változásaira készített becsléstől. Ám ez az, ami leginkább számít egy vállalatnál

kapcsolatban. A könyv szerinti érték ezzel ellentétben könnyen kiszámítható, ám korlátozottan használható. Ugyanez igaz a piaci árra is, legalábbis a vállalatok többsége esetén. A belső érték, a könyv szerinti érték és a piaci ár közötti összefüggést nehéz kőbe vésni. Előfordul, hogy ugyanabba az irányba tartanak, ám az elmozdulás mértékében szinte biztosan lesznek különbségek.

A biztosítások, a Berkshire legfontosabb üzletágának területén a számvitel misztikus és a logikával ellentétes tud lenni – ami mellesleg a számvitel egészét jellemzi. A számvitel legrégebbi eszközeit, a terheléseket és jóváírásokat használva ezt készségesen megértjük és elfogadjuk, miként azt Buffett egy visszamenő hatályú viszontbiztosítási tranzakció elkönyvelését ismertető írása illusztrálja (és a pénzügyi-beszámoló-készítés terén követendő módszert ajánl a vállalatvezetőknek). Buffett elmagyarázza a Berkshire által az Equitasnak nyújtott viszontbiztosítás könyvelését. A tranzakcióban az Equitas 7,12 milliárd dollárnyi készpénzt fizetett a Berkshire azon ígéretéért, hogy 13,9 milliárd dollárig minden jövőbeli kötelezettségét és költségét megfizeti. A számvitel és az Equitas megismerése érdekében bepillantást nyerhetünk a kortárs biztosítás 1688-ig visszanyúló eredetébe, amikor Edward Lloyd kicsiny kávéháza megnyitotta kapuit Londonban.

Aiszóposz hasonló szerepet töltött be az ókori világ meséiben, mint Buffett korunk üzleti íásaiban. A befektető a mesélőt segítségül hívva mutatja be számunkra, hogy az értékelés évezredek óta ugyanaz maradt – Aiszóposz megállapította, hogy „egy madár a kézben felér két madárral a bokorban”, Buffett pedig dollárokról terjeszti ki ezt az elvet. Az értékelés a pénz, nem pedig a remények és álmok számolása: a leckét sokan megtanulhatták volna az 1990-es évek végének technológiai buborékja révén, amely akkor pukkant ki, amikor végül mindenki felismerte, hogy kevesebb madár van a bokorban, mint gondolták. Mindazonáltal kétséges, hogy a tanulságot mindenki leszűrte, mivel a leckét Aiszóposz kora óta tanítják, és mégis Aiszóposz kora óta még mindig szükséges tanítani azt.

Számviteli politika és adózási kérdések

A GAAP elég sok sebből vérzik. Két csoport mégis tovább ront rajta: azok, akik számviteli képzelőerejük kiterjesztésével igyekeznek teljesíteni a GAAP követelményeit, és azok, akik szándékosan pénzügyi csalások elkövetésére használják a GAAP-t. Az előbbivel különösen nehéz mit kezdeni, mivel ahogy Buffett azt megállapítja, a részvényopciók könyvelésével kapcsolatos vita rávilágít a felső vezetők és a könyvelők közötti gyakori összekacsintásokra. Kritizálni kívánva azokat a nézeteket, amelyek tiltakoznak az ellen, hogy a részvényopciókat kibocsátásukkor költségként kezeljék, Buffett az alábbi velős érvet hozza: „Ha az opciók nem tekinthetők javadalmazási formának, akkor mik? Ha a javadalmazás nem költség, akkor mi? És ha a költségeknek nem kell bekerülniük az eredménykimutatásba, akkor hol az ördögben kell őket szerepeltetni?” Mind ez idáig nem kapott választ a kérdéseire.

A pénzügyi beszámolók tisztességességét állandóan vizsgálni szükséges, mivel a számviteli machinációk rendre új generációi fejlődnek ki, és söpörnek végig az

amerikai vállalatok pénzügyi vezetőinek (CFO) irodáin. A legújabb sláger az „átszervezési költségek” könyvelése: e címkét olyan manőverek széles körére szokás aggatni, amelyek lehetővé teszik a vállalatvezetőknek, hogy az ősrégi eredménykozmetikázási és kisímitási technikákat minden eddiginél hatásosabban és rafináltabban műveljék. Befektetők, óvakodjanak!

A tisztességes pénzügyibeszámoló-készítés fanatikusainak időnként saját kezükbe kell venni a dolgokat. Buffett rendszerint így tesz, amikor olyan információkat közöl a Berkshire részvényeseivel – például a szegmens szerinti adatokat –, amiket a GAAP nem ír elő, azonban szerepcsere esetén ő maga látni szeretne. Néha mindazonáltal a keresztes lovagok diadalmaskodnak – derül ki a Buffett által ismertetett esetből, amikor is a számviteli szabályok elkezdtek megkövetelni a vállalatoktól, hogy a nyugdíjuttatások finanszírozására tett ígéreteiket a korábbiaktól ellentétben igenis tüntessék fel könyveikben.

Buffett pénzügyi információkról szóló értekezéseinek nyilvánvaló tanulsága, hogy a számvitel önmagából adódó korlátokkal rendelkezik, ugyanakkor abszolút nélkülözhetetlen. A beszámolókészítésben a vállalatvezetőknek engedett óriási mozgástér és a potenciális visszaélések ellenére a pénzügyi információk rendkívül hasznos szolgálatot tehetnek a befektetőknek. Buffett nap nap után használja őket, és több milliárd dollár sorsáról dönt eközben. Ez azt jelenti, hogy fontos befektetési döntéseket lehet hozni a rendelkezésre álló pénzügyi információkra alapozva, amennyiben a döntést intelligens véleményalkotás előzi meg. A véleményalkotás részét képezhetik a kiterjesztett eredmény, a tulajdonosi nyereség és a belső érték, illetve a részvényopciók valódi költségének, valamint egyéb, a pénzügyi kimutatásokban nem kötelezően szerepeltetendő kötelezettségek meghatározásához szükséges számítások.

A gyűjteményt a záró írások teszik teljes egészé, megállapítván a hosszú távú befektetés nyilvánvaló, ám gyakran figyelmen kívül hagyott adóelőnyét. Az élet két biztos pontját összekapcsoló utolsó írás Buffettnek az előrehaladott korával kapcsolatos számos viccének egyikét idézi: ha az életélvezet hozzájárul a hosszú élettartamhoz, akkor Buffett Matuzsálem rekordját (969 év) veszélyezteti. A szimpóziumon, amelynek középpontjában jelen gyűjtemény állt, valaki feltette a kérdést, hogy milyen hatása lenne Buffett halálának a Berkshire részvényeire. „Negatív hatása”, vágta rá valaki. Buffett csípőből reflektált: „A részvényeseknek korántsem lesz annyira negatív, mint nekem.”

A számviteli fejtegetések kiemelt jelenléte Buffett írásaiban aláhúzza, hogy a számviteli politika és a számviteli döntések nagyon is számítanak. Ezt az állásfoglalást erősíti Graham és Dodd fundamentális értékelemzése is. Szembemegy vele azonban a modern pénzügyi elmélet azon nézete, hogy a hatékony piacok a számviteli konvenciók mögé nézve teszik az árat az értékkel egyenlővé, miként ellentmond neki az is, amit sok MBA-hallgatónak az elmúlt néhány évtizedben oktattak.

Buffett írásai átképezhetik a hallgatók ezen generációját, a többiek oktatását pedig továbbvihetik. És ez azért lényeges, mert az elmúlt harminc évben Amerikán keresztül a modern pénzügyi elméletet még napjainkban is széles körben hirdetik. A tömeg követésének lemmingszerű hajlandósága továbbra is áll. Ez a mind a vezetői képességet, mind a független gondolkodást aláaknázó gyengeség az intellektuális ellenfél abban a csatában, amelyet Buffett írásai az intelligens és fókuszált befektetés érdekében vívnak. Amíg ez a harc el nem dől, jelen kézikönyv Buffett nézetét hivatott támogatni.

ELŐHANG¹

Részvényesi körünk bizonyos tekintetben messze nem átlagos, és ez hatással van beszámolóink készítésére is. A kibocsátott részvényeink mintegy 98 százaléka például ugyanazon részvényeseink birtokában van minden év végén, mint volt az adott év elején. Az éves jelentéseinkben közlendő mondanivalónk esetében bátran építhetünk az előző években leírtakra, nem szükséges hosszú bekezdéseken keresztül ismételni magunkat. Ily módon részvényeseink több hasznos információhoz jutnak, és mi sem unatkozunk.

Ezen túlmenően részvényeink talán 90 százalékát is olyan befektetők birtokolják, akiknek értékpapír-befektetések – igen gyakran – jókora többségét Berkshire-részvények alkotják. Sokan közülük jelentős időt is hajlandók éves jelentésünkre áldozni, mi pedig igyekszünk számukra minden olyan információt közölni, amit szerepcseré esetén hasznosnak találnánk.

Negyedéves jelentéseink ezzel szemben nem tartalmaznak szöveges leírásokat. Tulajdonosaink és vezetőink egyaránt hosszú távon gondolkodnak, és nehéz dolog a hasonló idősíkon fontossággal bíró eseményekről minden negyedévben új és tartalmas megállapításokat tenni.

Ám ha üzenetet kapnak tőlünk, azt az a fickó írja, akinek fizetnek azért, hogy vezesse a vállalatot. Elnökük szilárd meggyőződése, hogy a tulajdonosoknak jogukban áll közvetlenül a vállalat első számú vezetőjétől értesülni a vállalattal történt eseményekről, és megtudni azt, hogy ő miként értékeli a jelenlegi és a jövőbeli üzletmenetet. Mivel ezt várnák el egy magáncégtől, egy nyilvánosan működő vállalat esetében sem szabad ennél kevesebbel megelégedni. A vállalat irányításáról és képviseletéről szóló, évente egyszer elkészítendő beszámolót nem szabad olyan belső szakemberre vagy PR-tanácsadóra bízni, aki nagy valószínűséggel nincsen olyan pozícióban, hogy őszintén beszéljen a vállalatvezetőkre és tulajdonosokra tartozó kérdésekben.

Úgy érezzük, hogy tulajdonosként önök ugyanolyan beszámolóra jogosultak a vezetőktől, mint amilyen véleményünk szerint üzleti egységeink vezetőitől nekünk jár. A részletesség mértéke persze eltérő, különösen olyan esetekben, amikor bizonyos információ a versenytársaknak vagy hasonló piaci szereplőknek hasznos lehet. A nyílt és szókimondó hangvétel azonban hasonló kell, hogy legyen. Nem PR-anyagot várunk, amikor a vállalatvezetők beszámolnak nekünk arról, hogy mi történik, és azt sem gondoljuk, hogy önöknek ilyen anyagot kellene kapniuk.

Általánosságban minden vállalat részvényesi köre annyira állandó, amennyire az adott cég szeretné, és amennyire megérdemli, hogy az legyen. Ha a vállalatvezetés gondolkodásában és kommunikációjában a rövid távú eredményekre és rövid távú részvénytőzsi következményekre koncentrál, akkor az esetek többségében az ugyanezen tényezőkre fókuszáló részvényeseket fogja vonzani. És amennyiben cini-

¹ [1979. Lábjegyzetben jelezzük a beszámoló évét, amelyikből az írások származnak. Elkerülendő azt, hogy megakasszuk a szöveg mondanivalóját, az idézeteken belül a kihagyott szövegrészeket nem jelöljük hiányjellel vagy egyéb írásjellel.]

kusan kezelik a befektetőket, akkor cinizmusukat nagy valószínűséggel a befektetői közösség is viszonzni fogja.

Phil Fisher, a nagyra becsült befektető és szerző az éttermek vendégcsalogatásához hasonlította egyszer a vállalatok által a részvényesi kör kialakításához követendő politikát. Minden étteremnek adott vendégkört – például a gyorsételek, az elegáns étkezés, a keleti konyha stb. kedvelőit – kell vonzania, hogy idővel kialakuljon a stabil törzsközönsége. Amennyiben hozzáértően végzik a munkájukat, a – kiszolgálással, étlappal és árszinttel elégedett – vendégsereg rendszeresen visszatér. Az viszont elképzelhetetlen, hogy az étterem folyamatosan változtatja karakterét, mégis elégedett és állandó vendégkörrel bír. Francia konyha és csirke elvitelre – ennek eredményeképpen a zavarodott és elégedetlen vendégek egymásnak adnák a kilincset.

Hasonlóan működik ez a vállalatok és az általuk áhított részvényesi állandóság esetében is. Nem lehet egyszerre mindenkinek a kedvére tenni: képtelenség egyidejűleg különböző preferenciájú tulajdonosokat vonzani, akiknek a motivációja a magas osztalékhozamtól a hosszú távú árfolyam-növekedésen át a rakéta módra száguldó árfolyamig terjedhet.

Ertetlenül állunk a részvényeikben jelentős kereskedési forgalmat áhító vállalatvezetők érvelése előtt. Az ilyen vezetők lényegében azt mondják, hogy szeretnék, ha meglévő ügyfeleik jó része folyamatosan elpártolna tőlük, és a helyüket újak vennék át – hiszen nem lehet nagyszámú új tulajdonosra szert tenni (bizonyos kivételes eseteket leszámítva) nagyszámú régi tulajdonos elvesztése nélkül.

Mi sokkal jobban kedveljük az olyan tulajdonosokat, akik értékelik a kiszolgálásunkat és az étlapunkat, és évről évre visszatérnek. Nehéz lenne a már jelenleg is részvényekkel rendelkező tulajdonosi körnél jobb „ügyfeleket” találni a Berkshire Hathaway részvényesi körébe. Így hát reméljük, hogy részvényeseink fluktuációja továbbra is rendkívül alacsony marad, olyan részvényesi kört tükrözve, amely érti működésünket, elfogadja politikánkat, és osztja várakozásainkat. Hasonlóképpen reméljük, hogy sikerül ezeket a várakozásokat beteljesítenünk.