

# NAGY HIBÁK

---



# NAGY HIBÁK

A legjobb befektetők legrosszabb befektetései

**MICHAEL BATNICK**

**A4C**  
**Books**

A fordítás alapjául szolgáló mű:  
Big Mistakes:  
The Best Investors and Their Worst Investments

Copyright © 2018 by John Wiley & Sons, Inc. All rights reserved.  
This translation published under license with the original publisher  
John Wiley & Sons, Inc.

Fordítás © Lénárt Szabolcs, 2020  
Lektorálta: Havadi Krisztina  
Borítóterv: Mikula Lajos

Magyar kiadás © A4C Books, 2020  
1092 Budapest, Bakáts tér 2.  
Felelős kiadó: Szijj György  
ISBN: 978-615-6088-01-7

Társkiadók: OTP Global Markets és OTP Private Banking

A magyar kiadás előszavát az OTP Global Markets írta.

A könyv megjelenését támogatta:



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



a4cbooks.hu

*Anyámnak és apámnak, akik engedtek hibázni,  
és Robynnak, aki kitartott mellettem,  
amikor a hibákat elkövettem.*



# ELŐSZÓ A MAGYAR KIADÁSHOZ

---

„A befektetés egyszerű, de nem könnyű.”

*(Warren Buffett)*

Warren Buffett minden idők egyik legsikeresebb befektetője, akinek bölcs és velős mondásait gyakran idézik. A könyv, amelyet kezében tart az olvasó, kétségtől alátámasztja az Omahai Bölcs fenti megállapításának a második felét. (Annak eldöntésére, hogy a befektetés valóban egyszerű-e, nem vállalkoznánk, ítélje meg ezt mindenki saját belátása szerint.)

A szerző, Michael Batnick közismert és kivételesen sikeres befektetők – felesleges lenne őket itt név szerint felsorolnunk, elég, ha a kedves olvasó a tartalomjegyzékhez lapoz – konkrét befektetései, ügyletei mentén gyűjti csokorba a befektetés során leggyakrabban előforduló hibákat. Aki legalább egyszer nyitott már kockázatos pozíciót, szinte biztos, ezek valamelyikét elkövette. Az igazán rutinos, sokat látott befektetőknek valószínűleg több is ismerősnek fog tűnni. Nem véletlenül.

Érdekes és rendkívül tanulságos ugyanis, hogy ezek a hibák jellemzően nem a nem tudásból vagy valamilyen ismeret hiányából fakadnak, hanem az emberi természetből. És pontosan ez a tényező (azaz önmagunk) az, ami igazán nehezé teszi a befektetést. Az élet minden területére, de a

pénzügyeinkre fokozottan igaz, hogy javunkra válik az önismeret, ezért szívből ajánljuk az olvasónak, hogy a szerzőhöz hasonlóan (lásd 16. fejezet) nézzen őszintén és tárgyilagosan a tükörbe, mielőtt a következő befektetési döntését meghozza.

Ray Dalio az itt bemutatott társaihoz foghatóan sikeres befektető. Minden bizonnyal nem azért maradt ki a kötetből, mert nem követett el hibákat. Amiért mégis ide kívánczok a neve, az a hibákhoz való hozzáállása. Az *Elvek* című kiváló könyvében részletesen ír hibáink a tanulási folyamatban betöltött szerepéről. Hitvallása szerint érdemes átfordítani a gondolkodásunkat, és fejlődési lehetőségként tekinteni ezekre a hibákra – és éppen ezért örülni nekik.

A befektetés annyiban mindenképpen különleges terület, hogy az itt elkövetett baklövésnek nagyon sok pénzbe kerülhetnek. Ez a könyv lehetőséget ad, hogy ne csak a saját, hanem mások hibáiból is okuljunk. Még fontosabb talán, hogy ezeket a történeteket megismerve megfogalmazódjon bennünk a felismerés: nálunk sokkalta sikeresebb befektetők is melléfognak, ám ettől még páratlan eredményesort tudnak felmutatni. Fogadjuk hát el: a hibázás a játék része.

Ha a könyv elolvasása után ezt az egy tanulságot leszűri az olvasó, már nem töltötte haszontalanul az idejét.

**OTP Global Markets**



# TARTALOMJEGYZÉK

---

<b>Előszó a magyar kiadáshoz</b>	7
<b>Bevezetés</b>	11
<b>1. FEJEZET</b>	
Benjamin GRAHAM	
Nincsenek kőbe vésett törvényszerűségek	15
<b>2. FEJEZET</b>	
Jesse LIVERMORE	
Kezeld a kockázatotod	31
<b>3. FEJEZET</b>	
Mark TWAIN	
Kerüld a túlzott kötődést	47
<b>4. FEJEZET</b>	
John MERIWETHER	
A zsenialitás korlátai	59
<b>5. FEJEZET</b>	
Jack BOGLE	
Találd meg azt, ami neked beválik!	71
<b>6. FEJEZET</b>	
Michael STEINHARDT	
Maradj a kaptafánál!	85
<b>7. FEJEZET</b>	
Jerry TSAI	
Nem vagy olyan okos, mint amilyennek gondolod magad	97
<b>8. FEJEZET</b>	
Warren BUFFETT	
Óvakodj a túlzott magabiztosságtól	109

**9. FEJEZET**

Bill ACKMAN

Elég a prédikációból 125

**10. FEJEZET**

Stanley DRUCKENMILLER

Kemény leckékre is szükség van 141

**11. FEJEZET**

SEQUOIA

A koncentrált befektetés kockázatai 155

**12. FEJEZET**

John Maynard KEYNES

A legaddiktívabb játék 169

**13. FEJEZET**

John PAULSON

Elég csak egyszer nyerned 185

**14. FEJEZET**

Charlie MUNGER

A jelentős veszteségek kezelése 197

**15. FEJEZET**

Chris SACCA

Megbirkózni a megbánással 209

**16. FEJEZET**

Michael BATNICK

Kép a tükörben 221

**A szerzőről** 233**Tárgymutató** 234

# BEVEZETÉS

---

„A bölcsességet háromféleképpen tanulhatjuk meg: először az elmélkedés által, mely a legnemesebb; másodsor utánzás által, mely a legkönnyebb; harmadsor tapasztalatok által, mely a legkeserűbb.”

*(Konfuciusz)*

Nehéz a részvényt piacon pénzt keresni. Akár hedge fundot vezetsz, akár saját értékpapírszámládat kezeled, időnként igazán ostobának fogod érezni magad. Egy piaci lefordulás esetén osztozhatsz másokkal a nyomorúságban, akadnak azonban olyan pillanatok, amikor olyan egyedül leszel, mint egy lakatlan szigeten. Előfordulhat, hogy megveszel egy részvényt közvetlenül azt követően, hogy megduplázta az árát, csak hogy lásd az árfolyamát megállíthatatlanul csúszni lefelé, vagy ami talán még rosszabb, bedobod a törülközőt egy veszteséges pozícióban, csak hogy lásd a következő tizenkét hónapban a duplájára emelkedni a papírt. Időnként úgy érezheted, hogy a piac istenei gúnyolódnak veled.

Úgy lehet a leginkább rájönni, hogy milyen nehéz tud lenni a befektetés, ha saját magad csinálod. A második legjobb módszer – és pontosan ez ennek a könyvnek a célja –, ha górcső alá veszed a világ legsikeresebb befektetői által elkövetett legnagyobb hibákat. Jesse Livermore-tól War-

ren Buffetton át Jack Bogle-ig minden olyan befektetőnek, aki megtapasztalta a sikert, alkalma adódott a kudarcot is legalább ugyanolyan mértékben megismernie. Éppúgy hiba lehet az elszalasztott lehetőség (például amikor Buffett és Munger nem vette meg a Walmartot), mint a tényleges melléfogás (Stanley Druckenmiller a 2000-es évek elején vásárolt technológiai részvényeket, pont amikor azok a csúcson voltak). Könyvemmel segíteni igyekszem az olvasónak, hogy átérezze eme kiváló befektetők egyes baklövéseit, és megértse, hogy az átmeneti viszontagságok mindannyiunk ajtaján ott kopogtatnak.

Minden befektető agyában keményen dolgoznak az emberi érzelmek – Peter Lynchében éppúgy, mint a tipikus kisbefektetőében. Kockázatkerülők vagyunk, túlságosan kötődünk a vételi árfolyamainkhoz, és mindannyiunkat manipulál az utólagos éleslátásunk. És amikor kudarcra szembesülünk, jellemzően saját magunknak okoztuk a bajt, ez pedig nagyon megnehezíti, hogy objektívan megbirkózzunk vele. Akármilyen nehéz is, meg kell tanulnunk megakadályozni azt, hogy a korábban elkövetett hibáink megzavarják jövőbeli döntéseinket.

Az emberek jellemzően a sikert másolják. Kobe Bryant Michael Jordant, Paul Tudor Jones pedig Jesse Livermore-t tanulmányozta. Ez teljesen egybevág a józan ésszel. Mások egy ettől eltérő megközelítést követnek, ők a kudarcokat vizsgálják, és megpróbálják elkerülni azt, ami az adott személy vagy vállalat hibájához vezetett. Ahogy Charlie Munger fogalmazott: „Mondd meg, hol fogok meghalni, én pedig soha nem megyek oda.” Ez a könyv teljesen más nézőpontot vesz fel: a leg-sikeresebb befektetők hibáira *összpontosít*. Ennek nem az az oka, hogy azt mondhassuk: „Óh, ez nem működött, ne csináld!”, hanem sokkal inkább az, hogy amikor hibázunk, akkor a hibát annak tekintsük, ami valójában – a játék részének. A befektetésre talán minden más emberi tevékenységnél jobban érvényes, hogy kizárólag gyakorlás útján lehet megtanulni. Könyvekből éppúgy nem lehet megtanulni befektetni, mint ahogy a szívsebészetről olvasva sem tudsz elvégezni egy hármas bypass-szívműtétet. Egyszerűen csinálnod kell újra és újra és újra.

Ez nem egy hogyan csináld típusú könyv. Ha egyetlen tanulságot kellene belőle kiemelnem, akkor az ez: a befektetés rendkívül nehéz. Hibázni

fogsz. Megismétled a hibáidat. Új hibákra figyelsz fel. Majd amikor azt gondolod, már mindennel tisztában vagy, a piac újból szerénységre fog tanítani. Elengedhetetlen, hogy hűvös nyugalommal fogadd ezeket, és ne csinálj a bolhából elefántot. Ha az agyadat egyszer már megfertőzték a negatív gondolatok, nagyon nehéz megszabadulni tőlük.

A sikeres befektetők legfontosabb közös tulajdonsága, hogy azon aggódnak, amit kontrollálni tudnak. Nem vesztegetik az idejüket amiatt aggodalmaskodva, hogy merre fog menni a piac, mit fog lépni a Federal Reserve, vagy mekkora lesz jövőre az alapkamat vagy az infláció. A kompetenciakörükön belül maradnak, bármilyen szűk legyen is az. Ahogy Warren Buffett fogalmazott: „A befektetésnél nem az számít, hogy mennyi mindent nem tudsz, hanem az, hogy mennyire reálisan tudod meghatározni, hogy mit nem tudsz.”

Remélem, legalább annyira élvezetes lesz olvasni a könyvet, mint amilyen örömet szerzett számomra az írása.

**Michael Batnick**



# 1. FEJEZET

---

Benjamin **GRAHAM**

**Nincsenek kőbe vésett törvényszerűségek**





„A Wall Streeten szerzett közel ötvenévnnyi tapasztalatom révén rájöttem, hogy egyre kevésbé tudom, mit fog a részvényt piac csinálni, ám azt egyre jobban, hogy a befektetőknek mit kellene csinálniuk; és ez egy igen jelentős szemléletváltás.”

*(Benjamin Graham)*

Kétszáz év múlva senki nem fog emlékezni Bill Ackmannak a Herbalife ellen vívott keresztes háborújára. John Paulson az ingatlanpiaci buborék kipukkadására tett fogadását is rég elfelejtik akkorra. Charlie Mungerizmusai ugyanígy a 21. század szemetesekukáiban végzik. Kiváló befektetők jönnek és mennek, és az ebben a könyvben bemutatottak többsége a következő generációk során feledésbe fog merülni. Ám ha mondanom kellene egy nevet, amely kiállja majd az idő próbáját, az mindenképpen Benjamin Graham lenne.

Grahamre – vagy ahogyan széles körben nevezték, a Wall Street dékánjára – örökké emlékezni fognak, mert tanításai időtlenek. A *Security Analysis* (Értékpapír-elemzés) című korszakalkotó munkájában közreadott leckéi ma éppannyira relevánsak, mint 1934-ben voltak, így 200 év múlva is azok maradnak. Az idő múlása mit sem változtat az emberi természetben vagy azon a tényen, hogy „az értékpapírok elemzésekor azzal a komoly akadállyal találjuk magunkat szemben, hogy a befektetés természeténél fogva nem egzakt tudomány”.<sup>1</sup> Kiváló matematikusként felismerte, hogy a fizika törvényei az értékpapír-elemzésre nem érvényesek. Újító szerepét képtelenség túlbecsülni. Jason Zweig így fogalmazott: „Graham előtt a vagyongazdálkodók sok szempontból egy középkori céhhez hasonlóan viselkedtek, akiket elsődlegesen a babona, a tippelés és a misztikus rituálék irányítottak.”<sup>2</sup> Ben Graham ugyanaz a befektetés világában, mint a Wright fivérek a repülésben, és ahogy az ő nevük örökre a repülőgéphez kötődik majd, úgy fog Grahamé is a befektetésekhez.

Graham megértette azt, amit akkoriban csak kevesen: az újságban közölt részvényárfolyam és a vállalat mögöttes értéke nem egy és ugyanaz. A Wright fivéréknél maradva, Graham a következőket írta:

A Wright Aeronautical esetében a korábbi szituáció olyan tények halmazát sorakoztatta fel, amelyek azt mutatták, a vállalat lényegesen többet ér a részvényenkénti 8 dolláros árnál... Később a tények ugyanilyen egyértelműen jelezték, hogy észszerűtlen a 280 dolláros részvényárfolyam... Nehéz lett volna az elemzőnek meghatározni, hogy a Wright Aeronautical részvénye ténylegesen 20 vagy 40 dollárt ér... vagy éppenséggel 50 vagy 80 dollárt... Ám szerencsére nem szükséges ezt pontosan meghatározni ahhoz, hogy levonjuk azt a következtetést, hogy 8 dolláron vonzóak, míg 280 dolláron kevésbé vonzóak voltak a részvények.<sup>3</sup>

A *Security Analysis* a Wall Street-i szakembereknek szól. *Az intelligens befektető* az, ami miatt Graham nevére mindörökké emlékezni fogunk. Ez volt az első pénzügyi könyv, amit olvastam, és olyan mély benyomást tett rám, hogy blogom, a *The Irrelevant Investor* (*Az irrelevant befektető*) nevét is a könyv címéből „ferdítettem”. A *Security Analysis*szel ellentétben *Az intelligens befektető* a laikusoknak íródott, és tekintve, hogy több mint egymillió példányban kelt már el, elérte a célját. Warren Buffett így méltatta: „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.”<sup>4</sup> Amíg az emberek a befektetésről akarnak tanulni, rálelnek majd Grahamre, aki egy szakkifejezésekben – mint például a *forgótőke*, a *sajáttőke-arányos megtérülés* és társaik – bővelkedő egzotikus nyelvet olyan hétköznapi szavakra fordított le, mint *ár* és *érték*.

Ben Graham teremtette meg a pénzügyi elemzés területét. Roger Lowenstein mondta róla: „Graham nélkül a befektetés olyan lenne, mint a kommunizmus Marx nélkül – ez a szakterület nélküle aligha létezhetne.”<sup>5</sup> Polihisztor volt, akit Charlie Munger így méltatott:

„zseniális ember” és „akkoriban az egyetlen szellem a befektetési iparágban”.<sup>6</sup> Mindössze húszesztendő volt, utolsó félévét végezte a Columbia Egyetemen, amikor három ajánlatot is kapott: egyet az angol-, egyet a matematika- és egyet a filozófia-tanszékről. A bőség zavarával küzdve a Columbia dékánjához fordult tanácsért. A véletlen szerencse folytán a New York-i Értéktőzsde egyik tagja éppen akkor látogatta meg a dékánt, és arra kérte, ajánlja figyelmébe az egyik legkiválóbb hallgatóját. A dékán habozás nélkül bemutatta neki Ben Grahamet.

Graham 1914-ben kezdte pályafutását a Wall Streeten, közvetlenül azelőtt, hogy a világháborút övező események árnyékában négy hónapra bezárták a New York-i Értéktőzsdét. Ez volt egyébként az amerikai piac leghosszabb leállása. Húszévesen, minden közgazdasági előképzettség nélkül a ranglétra legalján kezdett, értékpapírokat és csekkeket kézbesített. Egy hónap múlva asszisztenssé léptették elő a kötvényrészlegen, és mindössze hat héttel később, kiemelkedő intellektusának köszönhetően Graham már napi piaci hírlevelet írt.

Ben Graham 1928-tól kezdődően 28 éven keresztül tanított a Columbia Business Schoolon, és ezzel párhuzamosan egy évtizedig a New York-i Értéktőzsde – jelenleg a New York Institute of Finance nevet viselő – iskolájában. Kurzusait olyan hallgatók látogatták, mint Walter Schloss, Irving Kahn és Bill Ruane. Leghíresebb növendéke természetesen Warren Buffett volt, aki a Ben Graham által tanított elveket alkalmazva lett a világ egyik leggazdagabb embere.

Graham arcképe nem hiányozhatna a befektetések Rushmore-hegyéről\*, és a vagyonkezelésben, valamint a következő generációk oktatásában elért hatalmas sikerei ellenére az ő pályafutását sem kerülték el az embert próbáló időszakok. Az egyetemi katedráról leadott és a könyveiben leírt leckéi örökké élni fognak, ugyanakkor a hibáiból is rengeteget okulhatunk. A legfontosabb lecke, amit a befektetők megtanulhatnak attól az embertől, aki mindannyiunk fejébe véste, mi a különbség az érték és az ár között, így szól: az értékalapú befektetés

---

\* A Dél-Dakota állambeli Rushmore-hegy oldalából négy nagy amerikai elnök – George Washington, Thomas Jefferson, Abraham Lincoln és Theodore Roosevelt – arcképét faragták ki – *A ford.*

nem csodaszer. Az olcsó még olcsóbbá válhat. A drága még drágább is lehet. A biztonsági ráhagyást félre lehet számolni, és előfordul, hogy a vélt érték soha nem ölt testet.

Egyes befektetők olyan vállalatok után kutatnak, amelyek a várakozásaik szerint a piac egészénél számottevően gyorsabban növelik a nyereségüket. Mások jobb szeretnek olyan cégeket keresni, amelyek jövőbeli kilátásai messze nem olyan rosszak, mint amit a részvényárfolyamuk tükröz. Akár növekedésre fókuszáló vagy értékalapú befektető vagy, akár valahol a kettő között helyezkedsz el, vagy kövess valami teljesen más stratégiát, olyan részvényt akarsz venni, amely többet ér, mint amennyit fizetsz érte. Az értékalapú befektetés a legeredményesebb módszer annak megállapítására, hogy az ár, amit a vállalat egy darabkájáért fizetsz, kevesebb-e annál, amennyit a cég valójában ér.

A *Security Analysis* megjelenése idején a Dow Jones Industrial Average 100 pont körül forgott. Napjainkban 22 000 pont környékén jár az index, ez pedig azt jelenti, hogy – az osztalékokat nem számítva – évi 6,7 százalékos átlagos hozamot produkált az elmúlt 84 esztendőben. A legismertebb befektetők közül néhányan, a Graham által mainstreammé tett értékalapú befektetés elhivatott követői egy pár egyszerű szabályt betartva értek el ennél sokkal nagyobb hozamot. Ezek a szabályok mind arra vezethetők vissza, amire Graham *biztonsági ráhagyásként* (margin of safety) hivatkozik. Graham így definiálta ezt a fogalmat: „az a diszkont, amennyivel egy részvény a minimális belső értéke alatt forog”.<sup>7</sup> Igen, használt képleteket, ám ezeknek nem kellett komplikálnak lenniük. Graham szerette a forgótőkéjük egyharmada alatti árfolyamon forgó részvényeket. Egyszer kimutatta, hogy „1933-tól kiemelkedő eredményeket lehetett elérni azzal, ha valaki minden évben megvásárolta a Dow Jones Industrial Average azon hat részvényét, amelyek az előző időszak nyereségükhöz képest a legalacsonyabb szorzóval forogtak.”<sup>8</sup>

Nem is a belső érték meghatározására végrehajtott számításai tették Grahamet oly zseniálissá, sokkal inkább az, hogy megértette: az érték pontos meghatározása lehetetlen ugyan, viszont nem is előfeltétele a

sikernek. „Szemrevételezés útján igenis meg lehet állapítani egy nőről az életkora ismerete nélkül is, hogy jogosult-e már szavazni, és hasonlóképpen egy férfiről a pontos testsúlya ismerete nélkül is meg tudjuk mondani, hogy a kelletténél kövérebb-e.”<sup>9</sup>

Graham messze meghaladta korát, amikor jóval azt megelőzően írt a viselkedési közgazdaságtanról – a pszichológiának a pénzügyi döntésekre gyakorolt hatásait vizsgáló tudományról –, hogy ez a fogalom létezett volna. A *Security Analysis* abban az évben jelent meg, amikor a Nobel-díjas Daniel Kahneman, aki ezt a területet a mainstream tudományágak közé emelte, megszületett. Graham olyan kognitív és érzelmi torzításokat is beazonosított, amelyek arra készítetik a befektetőket, hogy egy erős vállalat részvényeinek az árfolyamát rövid idő alatt a mélybe taszítsák. Megvizsgálta a General Electric esetét. 1937-ben 1,87 milliárd dollárra, alig egy évvel később pedig mindössze 784 millió dollárra értékelte a piac a vállalatot. Graham a következőképpen foglalta ezt össze:

Nyilvánvalóan semmi olyan nem történt a tizenkét hónap alatt, ami eme hatalmas vállalkozás értékének több mint a felét megsemmisítette volna, és még a befektetők sem próbálták úgy beállítani, hogy az 1937 és 1938 közötti nyereségcsökkenésnek bármilyen tartós következménye lenne a vállalat jövőjére. A General Electric azért forgott 64% dolláron, mert a közvélemény optimista hangulatban volt, és azért zuhant le 27¼ dollárra, mert ugyanezek az emberek pesszimistává váltak. Azt állítani ezekről az árfolyamokról, hogy a „befektetési értéket” vagy a „befektetők értékelését” tükrözik, az angol nyelv vagy a józan ész – vagy mindkettő – ellen elkövetett bűncselekmény lenne.”<sup>10</sup>

Graham tanítványai és olvasói fejébe verte, hogy az árfolyam az értéknél jobban ingadozik, mert az árfolyamot az emberek határozzák meg, az értéket pedig a vállalatok.

*Az intelligens befektetőben* az alábbi, egy képzeletbeli Piac úrról szóló történettel magyarázta meg az árfolyamok vad kilengéseit:

Képzeld 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.<sup>11</sup>

A pénzügyi világ élesen különbözik attól, amilyen Graham idejében volt. 1934-ben összesen 323 millió részvény cserélt gazdát a New York-i Értéktőzsdén.<sup>12</sup> Amikor ezeket a sorokat írom, 2017. augusztus 9-én a NYSE napi forgalma 3,2 milliárd részvényt tett ki. Több mint tízszer annyi részvényt adtak-vettek tegnap, mint 1934-ben összesen! Napjaink szuperszámítógépei azonnal átpásztázzák a gazdasági beszámolók és vállalati jelentések minden sorát. Bár a negyedéves jelentések Graham idejében is szokványosak voltak, nem létezett rájuk vonatkozó törvényi előírás. És az ilyen pénzügyi információkat nyilvánosságra hozó vállalatok jelentései sem voltak egységesek – a pusztán a nettó eredményt közlő kurta beszámolótól a tételes eredménykimutatásig és mérlegig terjedő széles skálán szóródtak. Grahamet az olyan eredménykimutatások érdekelték, amelyek legalább az alábbi tételeket tartalmazták: árbevétel, nettó eredmény, értékcsökkenés, fizetett kamatok, a nem üzemi tevékenység eredménye, adófizetési kötelezettség és kifizetett osztalék. Az értékpapírok kereskedését szabályozó törvény 1934-es életbe lépése előtt az ipari vállalatok kevesebb mint fele készítette el ilyen bontásban az eredménykimutatását.

Grahamnek az értékalapú befektetésről alkotott elképzelése magában foglalja a szivarvégek vételét is. Az olyan vállalatokat hívta így, amelyekben csupán egyetlen slukknyi maradt. Az ilyen cégek számottevő

ingatlanértékkel, műszaki berendezésekkel és gépekkel, készletekkel és nyersanyagokkal rendelkeztek. Nem volt nehéz felmérni a tárgyi eszközöket, és kiszámolni a belső értéket. Ebből meg tudta állapítani, megvan-e a kellő biztonsági ráhagyás. Ha Graham most is élne, képtelen lenne megérteni, ahogyan ma egyes vállalatokat értékelnek. Például az elmúlt öt évben a Walmart 2,4 billió dollár árbevétel mellett 75 milliárd dollár nyereséget ért el. A nettó profitrátája 3,15%-ot tett ki, és 3,6 milliárd dollárral *csökkent* a piaci kapitalizációja. Az Amazon ezzel szemben 490 milliárdos árbevétel mellett ért el 3,5 milliárd dolláros nyereséget. A vállalat nettó profitrátája 0,73% volt, és ezen időszak alatt 350 milliárd dollárral *nőtt* a vállalat piaci értéke.<sup>13</sup> Az értékalapú befektetés ösztönösen bővelkedik józan észben, ám azt az emberi érzelmek felül tudják írni. Egy részvény árfolyamát jócskán a vállalat felszámolási értéke alá lehet űzni, és hasonlóképpen fel lehet hajtani magasan azon érték fölé is, amelyet a vállalat az észszerű várakozások szerint valaha is elérhet. Graham nem ismerné ugyan az ETF-eket vagy a nagyfrekvenciás kereskedést, mégis egyből otthon érezné magát napjaink piacán is, amelyet még mindig a befektetői érzelmek hajtanak. Az a mód, ahogyan a félelemtől és a kimaradástól való félelemtől vezérelt befektetők manapság viselkednek, nagyon is ismerős lenne számára.

Ahogy Roger Lowenstein megállapította: „Húsz évébe – úgy is fogalmazhatunk, hogy egy teljes, a viharos 20-as évek bika piacától a 30-as évek elejének sötét, már-már vészes időszakig terjedő ciklusba – került Grahamnak, hogy befektetési filozófiáját az általa a főiskolán tanulmányozott euklideszi axiómákhoz hasonlóan szigorú tudománnyá formálja.”<sup>14</sup> Térjünk vissza a kezdetekhez!

Graham először 1923-ban alapított befektetési társulást, ez volt a Graham Corporation. Itt rendszeresen alkalmazott arbitrázstechnikákat, vagyis egyidejűleg vásárolt aluértékelt és shortolt (rövidre eladott) túlértékelt értékpapírokat. Két évig működött ez a társulás, majd 1926-ban létrehozta a Benjamin Graham Joint Accountot. Ebben a felállásban az első 20 százaléknyi hozam 20 százaléka, a következő 30 százaléknyi 30 százaléka, valamint az ezen felüli hozam 50 százaléka őt illette. 1926-ban 32 százalékos hozamot ért el, miközben a Dow Jones Industrial Average

mindössze 0,34 százalékkal gyarapodott. Sikereinek híre elterjedt a Wall Streeten, és a híres pénzügyes, Bernard Baruch felkérte, legyen az üzlettársa. Az ajánlat hízelgő volt, de mivel 600 ezer dollárt keresett az előző évben, Grahamnek semmi oka nem volt elfogadni az invitálást.<sup>15</sup> A tevékenységét 450 ezer dollárral kezdte, és alig három év alatt 2,5 millió dollárra hizlalta az általa kezelt vagyont. Ám ez a könyv azokról a leckékről szól, amiket a valaha élt legnagyobb befektetők hibáiból tanulhatunk. Graham is sebesen haladt egy ilyen tévedés felé.

Az 1920-as évek nagy bika piacának utolsó évében a Joint Account, vagyis a Graham által kezelt közös számla 60 százalékot hozott, meghaladva a Dow 49,47 százalékos erősödését. Az 1929-es év záró hónapjaiban, amikor a piac határozottan visszaesett, Graham – azt gondolván, hogy az árfolyamok túl alacsonyak, és Piac úr megőrült – zárta shortpozícióit, és megtartotta az átváltható elsőbbségi részvényeit. 20 százalékos mínuszban fejezte be az évet, miközben a Dow 17 százalékot esett. Graham azt készült éppen megtanulni, hogy a biztonsági ráhagyás mit sem ér, amikor a közmondásbeli fürdővízzel együtt a gyereket is kiöntik.

1930-ban, úgy érezvén, hogy a legrosszabbon már túl van a piac, Graham all-int játszott – sőt, még azon is túlment. Tőkeáttétellel próbálta az általa elképesztőnek remélt hozamokat tovább növelni. Ám a legrosszabb még odébb volt, és amikor a Dow összeomlott, Graham 50 százalékos bukással minden korábbinál katasztrófálisabb eredményt volt kénytelen elkönyvelni. „Személyes vagyont teljesen elvitte a krach. Az 1929-es felfordulás átvészélése okán érzett öröm a végső mélypont előtt csalogatta vissza a piacra.”<sup>16</sup> Az 1929 és az 1932-es mélypont közötti négy évben Graham 70 százalékot veszített. Mivel egy ilyen gondos és megfontolt elemző is képes a pénze 70 százalékát elbukni, nagyon fontos megértenünk, hogy bár hosszú távon az értékalapú befektetés nagyszerű lehetőség, nem immunis a piac rövid távú viszontagságaira.

1932-ben, alig hetekkel azelőtt, hogy az árfolyamok elérték volna a mélypontjukat, Graham három cikket írt a *Forbes*-ba. Az *Inflated Treasuries and Deflated Stockholders* című cikkében így fogalmazott:



Többtucatnyi másik vállalatot is találni, amelyeknek a tőzsdei értéke kevesebb, mint a bankban lévő pénzüik... Ez azt jelenti, hogy temérdek amerikai vállalatot felszámolási értékben áraznak; vagyis a Wall Street mai legjobb tudása (és értékelése) szerint ezek a cégek többet érnek halva, mint élve.<sup>17</sup>

Cikkében Ben Graham az értelem hangján szólt a pénzügyileg megnyomorított zombik tömegéhez:

Ideje, sőt legfőbb ideje, hogy az amerikai részvényesek milliói tekintetüket a napi piaci jelentésekről felemelve előre nézzenek, és végre szenteljenek némi figyelmet azoknak a vállalkozásoknak, amelyeknek ők a tulajdonosai, és amelyek az ő érdekükben és a javukra léteznek.<sup>18</sup>

A Dow Jones Industrial Average csúcsáról a mélypontjáig tartó 89 százalékos zuhanás után érthető, hogy az emberek miért viselkedtek így, és a befektetők egy teljes generációja miért nem tért vissza soha a piacokra. Ilyen körülmények között különösen figyelemreméltó, hogy Graham meggyőződése, miszerint az értékpapír-elemzés kifizetődő tevékenység, továbbra is sziklaszilárd marad.

Graham befektetési társulása 1926 és 1935 között évi 6 százalékos növekedést tudott felmutatni, szemben az S&P 500 5,8, illetve a Dow 3,8 százalékos eredményével.<sup>19</sup> A nehéz idők és a kezelt számla hatalmas egyenlegcsökkenései ellenére Graham azzal a feltételezéssel élve tevékenykedett tovább, hogy az értékalapú befektetés a legintelligensebb módja a kiemelkedő eredmények elérésének. Abbéli hitében, hogy a részvények előbb-utóbb megtalálják valós értéküket, a Graham-Newman Corporation befektetői tájékoztatójában azt írta, hogy a társaság befektetési filozófiája: „az alapos elemzés révén megállapított belső értéknel alacsonyabb áron vásárolni értékpapírokat, különös hangsúlyt helyezve a felszámolási értéküknel alacsonyabb áron forgó értékpapírokra”.<sup>20</sup> Amikor megkérdezték tőle, hogy mi készíten egy részvényt arra, hogy megtalálja valós értékét, Graham így válaszolt: „Ez üzletágunk egyik rejtélye, és éppúgy rejtély számomra, mint mindenki más számára. Tapasztalatból

tudjuk, hogy a piac végül utoléri az értéket. Így vagy úgy, de az érték realizálódik.<sup>21</sup> Bebizonyosodott, hogy Grahamnek igaza van; hosszú távon az olcsó részvények vásárlása kiváló stratégia. A Graham-Newman 20 éven át közel 3 százalékkal teljesítette felül a piacot, márpedig ilyen eredménnyel nagyon kevesen büszkélkedhetnek.<sup>22</sup>

A tény, hogy a befektetők esetenként csak az előző 12 havi nyereség 5-szörösét, időnként pedig akár annak 34-szeresét is hajlandók kifizetni a vállalatért, jól példázza, hogy kizárólag az értékeltségre támaszkodni nem elégséges. Ha nem vagy meggyőződéses értékalapú befektető, de még ha az is vagy, lelkileg rendkívüli megerőltetést jelenthet azoknak a hosszú periódusoknak a túlélése, amikor a piacon az érték és az ár akár pozitív, akár negatív irányban elválik egymástól. Jogodban áll annyit fizetni egy részvényért, amennyit a fair értékének gondolsz – bármennyi legyen is az. Azt gondolod, hogy a következő 12 havi nyereség 25-szöröse túl magas ár? Tízszerez szorzónál minden pénzed a részvénybe fektetnéd? Semmi akadálya, de légy azzal tisztában, hogy az értékeltetés „normalizálódására” való várakozás még a valaha élt legnagyobb befektetők örökségén is foltot hagyott. Olvashatsz hosszasan Piac úr hangulatingadozásairól, de ettől még nem leszel Dr. Freud.

Bár Graham úttörő szerepet töltött be az értékpapír-elemzés terén, mégis volt annyira alázatos és elfogulatlan, hogy mérlegelje annak lehetőségét, hogy ami a múltban működött, nem biztos, hogy ma is működni fog, és ami ma működik, nem biztos, hogy a jövőben is fog. Ezt mondta erről:

Sajnos az ilyesfajta munkáknál, ahol múltbeli viselkedés alapján próbálunk meg összefüggéseket meghatározni, rendre azzal kell szembesülnünk, hogy mire kellően hosszú időszak áll a rendelkezésünkre ahhoz, hogy megfelelő bizonyossággal bírjunk a számításaink helyességét illetően, addigra új körülmények merülnek fel, és számításaink nem lesznek többé érvényesek a jövőre nézve.<sup>23</sup>

Az értékalapú befektetés a mai napig „működik”, de mivel annyira hihetetlenül jól működött, becsúszó Warren Buffettok egész hadát

vonzza ez a terület. Emiatt a korábbinál jóval nagyobb kihívást jelent az alulértékelt lehetőségek azonosítása. Graham sokkal hamarabb felismerte ezt a jelenséget, mint hogy az széles körben elfogadottá vált volna. Egy 1976-os interjúban az alábbiakat nyilatkozta:

Nem tudok már teljes mellszélességgel kiállni az értékpapír-elemzés kifinomult, az alulértékelt papírok felkutatását célzó módszerei mellett. Jövedelmező tevékenység volt ez, mondjuk, negyven évvel ezelőtt, amikor a Graham és Dodd-féle könyvünk először megjelent; a helyzet azonban jelentősen megváltozott az azóta eltelt időben. Régen bármely jól képzett értékpapír-elemző kiváló munkát végezhetett azáltal, hogy részletekbe menő vizsgálódás révén alulértékelt papírokat választott ki; ám a napjainkban folyó hihetetlen mennyiségű kutatás és elemzés fényében kétlem, hogy ez a témérdek erőfeszítés az esetek többségében kellően kiváló eredményekhez vezessen ahhoz, hogy visszahozza a költségeit. Ebben, de kizárólag ebben a tekintetben az akadémikusok által ma már általánosan elfogadott „hatékony piac” elméletének a pártján állok.<sup>24</sup>

A kérdésre, miszerint „a Wall Street-i szakemberek előrejelzései a rövid vagy hosszú távú részvénypiaci trendekre jellemzően pontosabbak-e, és ha nem, akkor miért nem?”, finom mosollyal az arcán a következőket válaszolta:

Nos, több mint egy generáció óta foglalkoztat bennünket ez az érdekes kérdés, és meg kell mondanom őszintén, hogy vizsgálódásaink azt mutatják: amennyiben a pénzfeldobás és a konszenzusos szakértői vélemény között kell választanunk, nagyjából hasonló eredményekre számíthatunk. Nagyon is jó és érdekes a kérdés, hogy a szakértők előrejelzései miért nem megbízhatóbbak. A saját magyarázatom erre úgy szól, hogy a Wall Streeten mindenki annyira okos, hogy a zsenialitásuk kioltja egymásét. Ráadásul a részvényárfolyamok

nagyrészt már tükröznek mindent, amiről nekik tudomásuk van, ennek következtében pedig, ami a jövőben történik, az jelképezi azt, amit nem tudtak.<sup>25</sup>

Döntő fontosságú tisztában lenni az értékkel, ám még fontosabb, hogy ne váljunk a rabszolgájává. Graham megtanította nekünk, hogy a pénzügyi világban nincsenek kőbe véssett szabályok, és hogy az olcsó még olcsóbbá válhat.

Az ebben a könyvben olvasható legtöbb leckére sajnos igaz, hogy a fájdalmasabb módon kell azokat elsajátítanunk. Senki nem tud téged meggyőzni, hogy a részvénykiválasztás nehéz, és jobban jársz egy indexalappal. Soha nem fogod elhinni, hogy a részvény, ami egy év alatt 50 százalékot esett, nem lesz szükségszerűen jó vétel. El kell kapnod néhány hulló kést ahhoz, hogy az így szerzett sebektől megtanuld: a zuhanó árfolyam nem szükségszerűen egyenlő a jobb értékkel. Az ebben a könyvben bemutatandó befektetők közül sokan Ben Graham tanításával kezdtek, de – éppúgy, mint neked – nekik is rá kellett lelniük a saját útjukra.

## Jegyzetek

1. Benjamin Graham és David L. Dodd: *Security Analysis* (New York: McGraw-Hill Education, 2008)
2. Jason Zweig jegyzete Benjamin Grahamról, *Az intelligens befektető* (T.bálint Kiadó, 2011)
3. Graham és Dodd: *Security Analysis*
4. Warren E. Buffett előszava a negyedik kiadáshoz, *Az intelligens befektető*
5. Idézet forrása: Roger Lowenstein: *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 2008)
6. Idézet forrása: Rupert Hargreaves „Why Charlie Munger Hates Value Investing”, Nasdaq.com, 2017. április 13.
7. Graham és Dodd: *Security Analysis*
8. Benjamin Graham: „Securities in an Insecure World” (előadás, Town Hall, St. Francis Hotel, San Francisco, CA, 1963. november 15.)

9. Graham és Dodd: *Security Analysis*
10. Ugyanott
11. Benjamin Graham: *Az intelligens befektető* (T.bálint Kiadó, 2011)
12. New York Stock Exchange: „Daily Share Volume 1930–1939”
13. Adatok forrása: Ycharts, a szerző számításai
14. Roger Lowenstein: „Introduction to Part I”, *Security Analysis*, 6. kiadás, Benjamin Graham és David L. Dodd (New York: McGraw-Hill Education, 2008)
15. Irving Kahn és Robert D. Milne: „Benjamin Graham: The Father of Financial Analysis” (Charlottesville, VA: Financial Analysts Research Foundation, 1977)
16. John Train: *Money Masters of Our Time* (New York: HarperBusiness, 2003)
17. Benjamin Graham: „Inflated Treasuries and Deflated Stockholders”, *Forbes*, 1932. június 1.
18. Ugyanott
19. Kahn és Milne: „Benjamin Graham”
20. Benjamin Graham és Jerome A. Newton: Levél a Graham-Newton Corporation részvényeseinek, 1946. január 31.
21. Ugyanott
22. Roger Lowenstein: *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 2008)
23. Jason Zweig: „A Rediscovered Masterpiece by Benjamin Graham”, JasonZweig.com, 2015. március 31.
24. Benjamin Graham: „A Conversation with Benjamin Graham”, *Financial Analysts Journal* 32, no. 5 (1976. szeptember/október)
25. „Legacy of Benjamin Graham: The Original Adjunct Professor”, Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing, Columbia Business School, 2013. február 1.