

Közöséses részvények – rendkívíli profitok

– és egyéb írások

KÖZÖNSÉGES RÉSZVÉNYEK – RENDKÍVÜLI PROFITOK

– és egyéb írások

Philip A. Fisher

2012
T.bálint Könyvkiadó



Copyright © 1996, 2003 by Philip A. Fisher. All rights reserved.
Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey
Originally published: Common stocks and uncommon profits.
Harper & Brothers, 1958.
This translation published under licence. All rights reserved

Fordítás © Lénárt Szabolcs 2012
Szakmai lektor: Balogh Ádám
Anyanyelvi lektor: Havadi Krisztina

Magyar kiadás © T.bálint Kiadó 2012
2045 Törökbálint, Dózsa György u. 32.
Felelős kiadó: Juhász Gyula
Társkiadók: OTP Private Banking és OTP Treasury

ISBN: 978 963 89024 9 8

Nyomdai előkészítés: Jakab Zsolt
Nyomdai munkák: Dürer Nyomda Kft. 5400 Gyula, Jókai u. 5–7.

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.



www.tbkiado.hu



www.facebook.com/tbkiado



P R I V A T E
B A N K I N G
—————  *otpbank*

*A könyvet ajánlom
minden olyan befektetőnek,
kicsinek és nagynak egyaránt,
aki NEM az alábbi filozófiát követi:
„Már eldöntöttem, ne zavarj össze a tényekkel.”*

Tartalom

Előszó – Mit tanultam apám írásaiból.	XI
Bevezetés	3
Első rész – Közöséges részvények – rendkívüli profitok	27
Előszó.	29
1. Mire tanít a múlt?	33
2. Mire jók a „mendemondák”?	41
3. Arról, hogy mit vegyünk – Tizenöt pont, amit egy részvényben keresni érdemes.	45
4. Arról, hogy mit vegyünk – Az előbbieket saját igényeink szerinti alkalmazása	73
5. Arról, hogy mikor vegyünk	81
6. Arról, hogy mikor adjunk el – És arról, hogy mikor ne	95
7. Az osztalékok körülötte húzó	103
8. Öt dolog, amit a befektetőnek érdemes elkerülnie	111
9. Még öt dolog, amit a befektetőnek érdemes elkerülnie	121
10. Hogyan látok neki a növekedési részvények felkutatásának?	145
11. Összefoglalás és következtetések.	155
Második rész – A konzervatív befektetők nyugodt álma	157
Bevezetés	159
1. A konzervatív befektetés első dimenziója	163
2. A második dimenzió	169
3. A harmadik dimenzió	179
4. A negyedik dimenzió.	187
5. Bővebben a negyedik dimenzióról	193
6. Még bővebben a negyedik dimenzióról	199
Harmadik rész – Egy befektetési filozófia kialakulása	207
1. Egy filozófia eredete.	209
Érdeklődésem megszületése	210
Formálódó tapasztalatok	211
Első leckék a tapasztalatok iskolájában.	212

TARTALOM

Az alapok felépítése	213
A nagy medve piac	215
Esély arra, hogy azzal foglakozzam, ami érdekel	216
A katasztrófa új lehetőségeket nyit	217
Kiépülnek az alapok	218
2. Tanulni a tapasztalatokból	219
A Food Machinery mint befektetési lehetőség	220
Egyik irány, másik irány	222
Ellentétes, de helyes	223
Tűrelem és teljesítmény	224
Minden szabály alól van kivétel... de nem sok	226
Kísérlet a piaci időzítésre	228
Az árat célzom, a lehetőséget elszalasztom	229
3. A filozófia beérik	231
E pluribus unum	232
Történelem kontra lehetőség	234
A sikeres évek tanulságai	235
Kevés dolgot csináljunk, de azt jól	237
Tartani vagy eladni, ha a piac lefelé fordulása várható?	238
Venni-eladni, a profitról lemaradni?	241
Az osztalék hosszú árnyéka	241
4. Hatékony-e a piac?	245
A hatékony piacok téveszméje	246
Raychem Corporation	248
Raychem: porrá zúzott várakozások és az összeomlás	250
A Raychem és a hatékony piac	252
Következtetés	253
Függelék – Az ígéretes vállalatok értékelésének legfontosabb szempontjai	257
Működési tényezők	257
Emberi tényezők	258
Üzleti jellemzők	259
Tárgymutató	261

ELŐSZÓ

Mit tanultam apám írásaiból?

Ez a könyv hatalmába keríti olvasóit. Tudom, mert engem is hatalmába kerített. Úgy tizenöt évig tartott, mire megértettem a *Közönséges részvények – rendkívüli profitokat*. Amikor először olvastam, szinte semmit nem fogtam fel belőle. Nyolcéves voltam. Egy hibátlan nyári vakáció elejét vesztegettem el az olvasásra. Tele volt olyan hosszú szavakkal, amelyekhez szótárra volt szükségem. De végtére is apám könyvéről volt szó, és nagyon büszke voltam rá. Hallottam az iskolában és a szomszédoktól, illetve olvastam a helyi lapban, hogy könyve nagy port kavart. Megtudtam, hogy ez a legelső befektetési témájú könyv, amely a *New York Times* sikerlistájára került, akármit jelentsen is ez. Úgy éreztem, szent kötelességem elolvasni. Így is tettem, és amikor eljutottam az utolsó soráig, boldog voltam, hogy vége, és szabad vagyok a nyárra.

Ki gondolta volna, hogy később majd több ezer ügyféllel rendelkező, nagy befektetéskezelő céget fogok alapítani, saját könyveket írok, a *Forbes* magazin tekintélyt parancsoló, több mint nyolcvanéves történelmének hatodik leghosszabb ideig dolgozó rovatvezetője leszek, befektetési témájú szakkönyvekről számtalan „Az Év Legjobbja” könyvismertetőt írok, és az évtizedek során könyvek tucatjait ajánlom majd az olvasóknak? És igen, mindehhez talán az is hozzájárult, hogy elmondhattam: első befektetési könyvemet nyolcévesen olvastam – igaz ugyan, hogy semmit nem értettem belőle.

A könyvvel húszéves koromban kerültem ismét közelebbi kapcsolatba, amikor közeledett a főiskola vége. Apám állást ajánlott nekem, hogy dolgozzam vele és bátyámmal. Kíváncsian, egyúttal kissé szkeptikusan azt szerettem volna kideríteni, hogy valóban jó lehetőség-e ez a számomra. Így hát újra elolvastam a *Közönséges részvények – rendkívüli profitokat*. (Ez alkalommal már csak néhány ismeretlen szóval talákoztam.) Ahogy a tizenöt pontról olvastam, amelyeket apám szerint a részvényekben keresni kell, azon gondolkodtam, hogy tudnám-e ezeket egy helyi vállalatra alkalmazni. Ha igen, ez megerősítené azt, hogy volna értelme apámmal dolgoznom.

Nos, nem működött a dolog. Volt egy helyi, fűrészáruval kereskedő vállalat, a Pacific Lumber, amelynek részvényeivel nyilvánosan kereskedtek, és amelyik úgy tűnt, kiváló profitkilátásokkal kecsegtet. Azt a néhány embert, akit meg-

környékeztem, nem hatotta meg a piaci információk után szaglászó vérebet játszó fiatalember – ez voltam én –, aki nyilvánvalóan alkalmatlan volt arra, hogy elemezze a megszerzett adatokat, vagy bármit is kezdjen azokkal. Még azt sem tudtam, hogyan tegyek fel értelmes kérdéseket.

Miután az első néhány fickó, akiket tényfeltáró kérdéseimmel felkerestem, annak rendje és módja szerint lepattintott, feladtam. Ám az egyértelműen kiderült számomra, hogy nem keveset kell még csiszolni a technikámat.

Apámnak dolgozni rázós menet volt, kicsit olyan, mint az első professzionális részvényvásárlásom – egy fordított „tízputtonyos”: tíz dollárról egyik zuhant. Mindezt csak azért mondom el, hogy a kedves olvasó lássa: egy, a húszas éveiben járó kölyök, aki nem osztályelsőként töltötte iskolaéveit, soha nem járt jó hírű egyetemre, semmilyen komoly eredmény nincs a tarsolyában, amire büszke lehetne, nos, még ez a kölyök is képes volt néhány év alatt megtanulni, hogyan alkalmazza hatékonyan a könyvben bemutatott elveket. És ha ez így van, akkor erre az olvasó is képes lehet.

A tizenöt pont

Elvégre is egy olyan pályakezdő fiatalnak, mint én, aki még soha nem vett részvényt, sokkal fontosabbnak tűnt kitalálni azt, hogy mit kell venni, mint azt, hogy mit kell eladni. Szerencsére ez a könyv megtanítja, hogy ha jól kifundáljuk, hogy mit vegyünk, akkor az eladás sokkal kevésbé releváns kérdéssé válik, mert hosszabb ideig tarthatjuk a birtokunkban lévő papírokat.

Apám tizenöt pontjának alkalmazása, ahogy ő nevezte: a „mendemondákhoz” kapcsolódó, állandóan ismétlődő, valós világbeli gyakorlat volt, amelynek célja a részvények kutatása volt – hol ezt a céget kellett vizsgálni, hol azt. És a dolog működött. Nem fogok itt részletesen beszámolni mindazokról a sikerekről, amelyekhez a tizenöt pont segített hozzá karrierem korai szakaszában. Ám pályafutásom hatalmas lendületet kapott attól, hogy számos kiváló részvényt sikerült felfedeznem, amelyek csodálatos eredményeket értek el számomra. E tizenöt pontból általában meg tudom mondani, hogy egy vállalat hogyan illeszkedik a világba, és miként fog, vagy miként nem fog boldogulni benne. Ha nem, akkor mi lehet vele a bibi. Rövid időn belül megértettem, hogy a tizenöt pont főiskolás koromban végzett próbája miért fulladt kudarcba. A mesterség a mendemondákban rejlik, és mint minden mesterség elsajátításához, ehhez is idő kell. A mendemondák egyszerűen azt a célt szolgálják, hogy valódi, tényszerű forrásokból kiderítsük, adott cég erős-e vagy gyenge. Az emberek zöme nem ezt a megközelítést követi, sokkal inkább a helyi pletykákra vagy a Wall Street-i sűgásokra támaszkodik, pedig ezek többsége pusztán azt a célt szolgálja, hogy eladjanak nekünk valamit.

Ha valamikor, akkor a századfordulón mindenképpen nyilvánvalóvá kellett volna válnia az emberek számára a mendemondák erejének, de nem így történt. Ha valaki a könyv tizenöt pontját alkalmazta volna, és információforrásait

a valós életből, nem a Wall Streetről szerezte volna, az soha nem vette volna meg azokat a botrányos részvényeket, amelyek a 2000 és 2002 közötti medve piac idején a vezető hírek főszereplőivé váltak. Az olyanokat, mint az Enron, a Tyco vagy a WorldCom, mindig is egyszerű volt elkerülni. Azok, akik beleszerettek ezekbe a részvényekbe, a pletykára és a Wall Street véleményére adtak, ahelyett hogy meggyőződtek volna e cégek valós üzleti erősségeiről. A tizenöt pont olyan alapvető üzleti tulajdonságokat vizsgál, amelyek nem hamisíthatók. A mendemondákra támaszkodni azt jelenti, hogy elengedjük fülünk mellett az üres dumát, és a versenytársaktól, az ügyfelektől és a beszállítóktól, vagyis olyan szereplőktől várjuk az információkat, amelyek mindannyian érintettek a célvállalatban, és közülük csak nagyon keveseknek van bármi okuk arra, hogy ne reálisan láttassák azt. Azt jelenti, hogy a vállalat versenytársainak értékesítőivel beszélünk, akiknek magától értetődően lenne alapjuk arra, hogy negatívan lássák a célvállalatot, jellemzően mégsem teszik, ha az tényleg olyan nagyszerű. Azt jelenti, hogy a versenytársak fejlesztőivel és vezetőivel is elbeszélgetünk. Ha ezek az emberek erőt és realitást látnak a célvállalat működésében, és tisztelik, sőt akár félik is azt, akkor biztosak lehetünk abban, hogy nem egy Enronnal vagy Adelphiával állunk szemben.

A mendemondák összegyűjtése és a tizenöt pont adta jellemzés kialakítása önmagában is a művészet egy formája lehet. Olyan ez, mint a különbség a között, hogy valaki először zongorázni (mesterség), majd zenét szerezni (művészet) tanul meg. A művészet elsajátításához időre van szükség. Minden bizonnyal senki nem kezd el zenét szerezni, amíg megfelelő színvonalon nem tud zongorázni. Ismétlés útján a mesterség szinte bármely területen elsajátítható, másképpen azonban nem. A művészetet úgy is lehet értékelni, ha saját magunk nem tudunk alkotni. Vagy a mesterség magas szintű elsajátítása után akár művész is válhat belőlünk. Ez a könyv megérteti az olvasóval a művészetet, elsajátítani pedig szerencsére nem tart olyan sokáig, mert nagyrészt a józan észre épül. Az emberek többsége számára az jelenti a problémát, hogy nincsenek tisztában azzal, hogy a józan ész ezen a területen is alkalmazható, és ezért meg sem próbálják. De a *Közönséges részvények – rendkívüli profitok* megmutatja, hogyan tegyük ezt.

Kedves olvasó, kérem, gondoljon egy pillanatra a tizenöt pontra. Igen, tudom, még nem is olvasta őket. Engedje meg, hogy magától értetődő módon bemutassam, hogy mit írnak elő számunkra, és azonnal látni fogja, hogy milyen általánosan kívánatos vállalatjellemzőkről van szó. Az apám által írt sorokban részletesebben olvashatnak róluk, és izlelgethetik azokat. Hatalmas termék- és piacpotenciállal, illetve olyan menedzsmenttel rendelkező vállalatot írnak le, amely eltökélt ennek a potenciálnak a jelenlegi teljesítményt jelentősen meghaladó kiaknázásában. Mindez a jövőbeli termeléshez szükséges, hatékony kutatási-fejlesztési tevékenység, illetve olyan méretű és hatékonyságú értékesítési szervezet létét igényli, amely képes a jelenlegi és a jövőbeli termékek piacra vitele során felmerülő összes akadály leküzdésére. Mindez rendkívül futurisztikus. A késztermék kellően magas jövedelmezőségét és bruttó haszonkulcsát, illetve az adminisztratív

költségeknek a bruttó nyereséghez viszonyított megfelelő arányát jelenti. Valódi, kézzelfogható, a jövedelmezőség fenntartására és javítására irányuló tervet jelent, illetve a szervezet minden szintjén boldog alkalmazottakat, akik lojálisak és produktívak – ez megint csak futurisztikus és soha véget nem érő folyamat. Ezenkívül szigorú költségkontrollt, valamint néhány olyan iparág-specifikus jellemzőt is jelent, amely lehetővé teszi a célvállalat számára, hogy az iparág többi szereplői közül pozitív értelemben kitűnjék. És mindezt egy olyan nyitottan gondolkodó, mondanivalóját értelmesen átadni képes menedzsmentnek kell átfognia és irányítania, amelynek tisztessége megkérdőjelezhetetlen.

Gondoljunk a botrányos részvényekre és más túlértékelt portfóliókra! Mind-egyikük elbukott volna a mendemondák próbáján, mert ha megkérdeztük volna a versenytársakat, egyikük sem lett volna túlzottan megrémülve ezektől a felkapott cégektől. Ha beszéltünk volna ügyfeleikkel vagy beszállítóikkal, ők sem bizonyultak volna túlságosan lenyűgözöttek. Az ügyfelek azért nem, mert a termékek a versenytársakkal való összehasonlításban nem bizonyultak volna annyira jónak. A gyártók és a beszállítók egyáltalán nem voltak lenyűgözve, mert más ügyfelek jobban teljesítettek és többet rendeltek – az igazi értékesítési volumen nem tőlük jött. És a versenytársak sem tekintettek félelemmel vegyes tisztelettel rájuk, mert nem kerültek miattuk versenyhátrányba.

A tizenöt pont segítségével nemcsak a 2000–2002-es medve piac botrányos részvényeit lehetett volna messziről elkerülni, hanem az úgynevezett 95 százalékos klub összes tagját is – ezek azok a technológiai papírok, amelyek a medve piac alatt értékük legalább 95 százalékát veszítették el, mert pusztán az internethez társított vágyálmok repítették őket 1999-es csúcsukra, de semmi valódi tartalom nem állt mögöttük. Gondoljunk bele, mennyi internetes részvény nem rendelkezett semmilyen valódi értékesítési szervezettel (pláne nem olyannal, amely megrémítette volna a versenytársakat), és egyáltalán nem volt árrésük, ráadásul nemhogy a nyereségesség javítására, de még annak elérésére sem dolgoztak ki terveket, és nem folytattak kutatási tevékenységet, és jövőbeli tőkealapú finanszírozás nélkül képtelenek voltak létezni. És, és, és. A tizenöt pont felét sem tudták volna teljesíteni. A tizenöt pont alapján persze sok más vállalatot is messze elkerültünk volna. De gondoljunk az elmúlt évtizedek azon cégeire, amelyeket a tizenöt pont alapján nem zártunk volna ki. Valódi vállalatokra leltünk volna, legyenek azok olcsók vagy drágák, és segítettek volna navigálni a pénzügyi piacok volatilitásának trükkös áramlataiban, függetlenül attól, hogy személyes preferenciánknak a növekedési részvények vagy az értékalapú papírok, a kis részvények vagy a nagyvállalatok papírjai felelnek meg inkább.

Célok kontra mendemondák

Apám és az én céljaim soha nem egyeztek. Ám ez a könyv mindkettőnk céljait segíti – és az olvasókét is. Apám szinte mindig növekedési részvényeket kereső befektető volt – szinte mindig. Ő egyszerűen ilyen volt. Jómagam, fiatalkoromban

– különböző okok miatt – értékalapon fektettem be. Mostanában sem értékalapú, sem növekedési, sem nagyvállalati, sem kisvállalati papírokra szakosodott befektető nem vagyok. Hajlamos vagyok a nekem tetsző bármilyen irányba menni, de ez egy másik történet, a könyv nem erről szól. A lényeg az, hogy fiatalként és értékalapú szemlélettel bíró befektetőként a tizenöt pont gyönyörűen szolgált engem, kiváló minőségű, ugyanakkor olcsó részvényárfolyamú vállalatok papírjaihoz jutottam hozzá, amelyek vállalkozásként látványosan teljesítettek, részvényként azonban igencsak elhanyagolták őket az 1970-es évek közepén. Apám olyan vállalat részvényét kereste, amely nő és nő és nő, amelynek papírja ésszerű áron kapható, és gyakorlatilag soha nem kell eladni azt. Én olyan piszok olcsó részvényt kerestem, amely mögött kiváló vállalat állt ugyan, de a Wall Streeten rossz vélemény alakult ki róla; egy olyan részvényt, amely nagymértékben növekedhet és árfolyama megsokszorozódhat, így öt-tíz éven belül jelentős felárral eladható.

Amit ezzel mondani szeretnék: a mendemondák és a tizenöt pont növekedési és értékalapú részvények esetében ugyanolyan jól működnek, mint nagyvállalatok és kisvállalatok papírjainál. Vegyük a negyedik pontot: az átlagosnál jobb értékesítési osztály ugyanolyan fontos, vagy talán még fontosabb a nagy értékesítési lendület nélküli, értékalapú vállalat esetében, mint az olyan cégnél, amely hatalmas hátszélben hasít előre. Hasonlóan kritikus egy kisvállalat számára, amely nagyobb versenytársakat készül legyűrni. És egy átlagosnál jobb értékesítési osztály, amelyet rendkívül nehéz létrehozni, igen fontos a nagyvállalat számára is, amely kockázati tőkéből alapított trónkövetelők egész seregét igyekszik távol tartani a piacától. Ugyanez igaz a megfelelő mértékű haszonkulcsról szóló ötödik pontra. Az árucikkek forgalmazására épülő, természetes növekedés nélküli iparágakban például igaz, hogy a piaci részesedés, a relatív termelési költség és a hosszú távú haszonkulcs mind szorosan összefüggnek. A jó menedzsment piaci részesedést szerez, és mérsékli a relatív termelési költségeket, gyakran fejlettebb gyártási technológia bevezetésével (technológia alkalmazásával, mintsem annak kifejlesztésével). A rossz vezetőség időnként egyszerűen csökkenti a haszonkulcsot, amíg az végérvényesen el nem tűnik. Így történt, hogy 1976-ban rábukkantam a Nucorra, egy apró, alacsony költséggel működő acélgyártóra – kiváló menedzsment, innovatív technológia, alacsony termelési költség, magas relatív piaci részesedés bizonyos acélipari részpiacokon. A cég egyre több ilyen részpiacra növelte részesedését. Értékalapú befektetőként közelítettem a részvényhez és vettem meg azt; apám követte példámat, és haladéktalanul bevásárolt a Nucorba – s tette ezt növekedési befektetőként. Ugyanazon tizenöt pont alapján. Néhány évvel később hatalmas nyereséggel eladtam a papírokat, míg apám évtizedekig tartotta őket, és sokkal nagyobb nyereséget bezsebelve vált meg tőlük akkor, amikor a vállalat már a második legnagyobb amerikai acélgyártóvá nőtte ki magát.

Úgy vélem, apám, aki ötvenegy éves volt könyve megjelenésekor, és kicsit afféle eklektikus zseni, aki már akkor sikeres befektetési szakembernek számított,

képtelen volt belátni, hogy a mesterség megértése és művészetté fejlesztése, ami neki lassan és intuitív módon sikerült az évek alatt, egy kezdő számára hosszú időt vesz igénybe. Rendszeresen másképpen gondolt élete dolgaira, mint ahogyan eredetileg elmagyarázta őket. Bizonyos tekintetben furcsa módon járt az agya. Ahogy ezt most írom, ötvenkét éves vagyok, majdnem annyi, amennyi ő volt akkor; és én pontosan tudom, mivel nekem nem kitalálni, hanem elsajátítani kellett a folyamatot, hogy ehhez időre van szükség.

Apámhoz képest én lineárisabb gondolkodású és sok tekintetben inkább befelé néző vagyok, és arra ösztönzöm az olvasót, hogy befektetői élete során többször is olvassa el a könyvet. Vegyük például ismét a mendemondákat. Az ezzel foglalkozó fejezet pusztán három oldal. Ám ezek a könyv legfontosabb oldalai közé tartoznak. Visszatekintve egyértelmű számomra, hogy apám egyszerűen kihagyta a könyvből azokat a területeket, amelyeket a dolog mesterség részének tartott. Azt feltételezte, hogy ezek mindenki számára nyilvánvalóak.

Az évek során számtalan részvényre alkalmaztam ezt a módszert, értékes bepillantást nyerve e vállalatok működésébe. A kulcs? Az ügyfelekre, a versenytársakra és a beszállítókra való összpontosítás. *Super Stocks* (Dow Jones-Irwin, 1984) című első könyvemben bemutattam a dolog mesterség részét, a valós világból vett példákkal szemléltetve azt. Jól sikerült a könyvem, 1984–1985 legnagyobb példányszámban eladott olyan kiadványa volt, amely a részvénypiacokkal foglalkozik. Büszke vagyok arra, hogy megírtam. De messze nem volt olyan jó, mint ez a könyv. A *Közönséges részvények – rendkívüli profitokban* sokkal kevesebb az idő múlásával megkopó gondolat olvasható, mint amennyi az én első könyvemben szerepelt; és bár mindkét mű új fogalmakat vezetett be, az apáméi saját korukban sokkal radikálisabbak, sokkal általánosabban alkalmazottak voltak, és kevésbé korszakfüggők – pontosan ezek teszik a könyvét olyan nagyszerűvé. Az én írásom főként a mesterségről, nem a művészetről szólt. A mesterség annyiból áll, hogy akármikor kérdezzünk, válaszokat kapunk. A művészet az, hogy további – és megfelelő – kérdésekkel állunk elő a korábbi kérdésekre kapott válaszok alapján. Láttam olyanokat, akik mereven végigfutottak szokásos kérdéslistájukon, függetlenül attól, hogy milyen válaszokat kaptak. Ez nem művészet: kérdezzünk, valaki pedig válaszol. Milyen legjobb kérdés adódik a válaszból? Ha valaki képes ezt valós időben magas színvonalon végezni, akkor ő alkot, ő művész, egy kreatív és nyomozó befektető. Ez az, amiben apám élete teljében a legjobb volt.

1972 és 1982 között millió alkalommal kísértem el apámat különféle vállalatokhoz. Csupán egyetlen évig dolgoztam neki, de rengeteg dolgot csináltunk együtt utána is. A cégeket átvilágítandó, mindig előre készült a kérdéseivel, amelyeket sárga jegyzetpapírokra írt fel, elegendő helyet hagyva közöttük a jegyzetelésre. Mindig felkészült akart lenni, és azt akarta, hogy az adott vállalatnál lássák, hogy ő felkészült, és kellően értékeljék ezt. A kérdéseket egyfajta vázlatként is használta az érintendő témakörökhöz. Kiváló biztonsági tartalék volt ez arra az esetre, ha a beszélgetés esetleg megakadna, ami alkalmanként azért előfordult.

Ilyenkor egyik előre elkészített kérdésével azonnal visszaterelte a dolgokat a helyes kerékvágásba. Legjobb kérdései azonban kivétel nélkül előpattantak az agyából, minden előkészület vagy anélkül, hogy előre leírta volna őket, mert egy korábbi kérdésre hallott válasz alapján menet közben merültek fel benne. Ezek a kreatív kérdések jelentették a művészetet. Ez az, ami véleményem szerint oly nagyszerűvé tette kérdezősködéseit.

Pénzügyi kérdésekben elméje egészen öreg koráig nagyon gyors volt. Szeretném most elmesélni az egyik legjobb kérdését, amelyet személyesen tőle soha nem hallottam, csak később tudtam meg James Michaelstól. Könyveiben sem szerepelt, pedig értékes kiegészítés lehetett volna bármelyikben.

Életem egyik legnagyobb megtiszteltetése, hogy visszavonulása előtt tizenöt évig a kiváló James Walker Michaels volt a szerkesztőm a *Forbes* magazinnál, akit a *Forbes* szerkesztőjeként történő nyugdíjba vonulása előtt vitathatatlanul az amerikai üzleti újságírás dékánjaként tiszteltek. Ő hozott engem a *Forbes*hoz, személyesen érdeklődött irántam, és a szerkesztői pozícióból történő visszavonulásáig gyakorlatilag az összes általam írt cikket átolvasta (ami kéthetente megjelenő folyóirat esetében igen ritka). Nagyon nagyra becsülte apámat is. Egyszer, és csak egyetlenegyszer, valamilyen okból Jim és én együtt töltöttünk egy hétvégét a nyugati parton; ő azt remélte, hogy néhány órával korábban tud jönni, és leülhet apámmal beszélgetni, aki akkor kis híján 89 éves volt.

Pár órára találkoztak cégem a kaliforniai Kings Mountain tetején lévő központjának egyik tárgyalójában. Jim és én ezt követően néhány órát együtt autóztunk a Russian folyó és célállomásunk felé; útközben Jim folyamatosan „arról a kérdésről” kérdezett engem. Fogalmam sem volt, miről beszél, pedig mindenkinél jobban ismertem apámat. Rendkívül idegesített, hogy ötletem sem volt arra vonatkozóan, mit szeretne tőlem megtudni. Jim körülbelül egy óráig küszködött azzal, hogy megpróbálja összerakni, majd többé-kevésbé feladta a dolgot. Ahogy ez gyakran előfordul az agyunkkal, ahogy abbahagyta a próbálkozást, kipattant a fejéből, és azt mondta: „Mi olyat tesznek, amit a versenytársaik még nem?” Micsoda kiváló kérdés! A hangsúly a *még* szón van. Elképesztő. A vállalatvezetők többsége, amikor feltesszük nekik ezt a kérdést, egyetlen olyan jelentős dolgot nem tud említeni, amit ők csinálnak, de a versenytársaik még nem, és teljesen megdöbbennek azon, hogy ezt kérdeztük tőlük, és ők maguk még sohasem gondoltak rá.

A cég, amely rendre felteszi magának ezt a kérdést, soha nem válik önteltté. Soha nem hagyják le. Soha nem szenved hiányt a jobb jövő felé vezető szellemi táplálékban. Az ilyen cég, amennyiben mindez tisztességgel és nyers vezetői értelemmel párosul, megéli a tizenöt pontot. A „Mi olyat tesznek, amit a versenytársaik még nem?” a termékpiacon betöltött vezető szerepre utal, arra, hogy a vállalat a többi piaci szereplőt követésre kényszeríti, illetve arra, hogy a vállalat szüntelenül az ügyfelek, az alkalmazottak és a részvényesek helyzetének javítására törekszik. Jim kérdése egyrészt összegezte azt, amire apám egész életében törekedett, másrészt összefoglalta tizenöt pontjának a lényegét. És hogy honnan vette, azt a mai napig nem tudom. De lélegzetelállítóan ravasz kérdés.

Jim, akinek mindig is volt érzéke ahhoz a csavarhoz, amitől valamiből nagy sztori lehet, hétvégénk után visszatért New Yorkba, és írt egy cikket a *Forbes*ba e kérdés köré. A cikk Jim és apám legjobb gondolatait ötvözte, és az egész eset arra emlékeztetett, hogy életemben milyen gyakran voltam én az apám eklektikus zsenialitása körül gürcölő, mechanikus lendkerék. Nem a túlzott szerénység mondatja ezt velem. Nagyon jól elboldogulok az életben; de én sokkal lineárisabban és deduktívabb módon gondolkodó, keményebben dolgozó, motiváltabb és közvetlenebb vagyok apámnál, aki inkább egy sokoldalú zseni volt.

Cégem sokféle különböző, elsősorban azonban kisebb vállalatokra alkalmazza a tizenöt pontot és a mendemondák módszerét, olyanokra, amelyek nem kerültek a figyelem középpontjába. Kereskedők, különböző típusú technológiai cégek, szolgáltató vállalatok, beton, acél, különleges vegyi anyagok, fogyasztói termékek, szerencsejáték, mindegy. A tizenöt pont nem minden esetben bizonyult döntő jelentőségűnek úgy, hogy adott döntésre kényszerítette volna cégem vagy engem, de sok esetben komoly értéket adott a döntéshozatalhoz. Mindig jellemző volt rám, hogy szívesen megyek a saját fejem után. Amikor cégemnél nagy léptékben csináltuk ezt, és évente több száz részvényvel kapcsolatban próbáltunk valamilyen következtetésre jutni, hosszú éveken keresztül követtünk egy általunk Tizenkét hívásnak nevezett folyamatot. Ez úgy működött, hogy egy erre a célra készített forgatókönyv alapján irodán kívüli távmunkások telefonos interjúkat bonyolítottak le az ügyfelekkel, versenytársakkal és beszállítókkal. Ez persze messze nem volt olyan eredményes, mint ha saját magamnak csináltam volna egyetlen részvényvel, de lehetővé tette számunkra, hogy széles körből merítsünk. Mostanra egy újabb tőkepiaci technológiára cseréltük le a módszert, de ez már egy másik történet, és nem ennek a könyvnek a témájába vág.

A több mint 500 alkalmazottat foglalkoztató cégem napjainkban sok-sok milliárd dollárnyi, különböző befektetési céllal ránk bízott vagyont kezel, és ennek érdekében a világ minden pontján vásárol részvényeket. Önről, kedves olvasó, ez minden bizonnyal nem mondható el. Ezért nem azt kell tennie, amit nekem, nekem pedig nem azt kell tennem, amit önnek. Egyéni befektetőként a tizenöt pont mindegyikét alkalmazni tudja majd. Használja őket úgy, ahogy én is tettem fiatalkoromban, amikor még nem állt rendelkezésemre egy ilyen apparátus. Ön szinte biztos, hogy nem lesz képes a vállalatok ilyen széles spektrumát lefedni, de ez talán nem is szükséges vagy kívánatos az ön számára. A lényeg az, hogy a tizenöt pont akkor is eredményre vezet, ha pontosan úgy használják őket, ahogy apám eredetileg kigondolta, és akkor is, ha a szélesebb spektrum lefedése érdekében módosítva, felületesebben alkalmazzák. Használhatók helyi vagy külföldi részvényekre, növekedési vagy értékalapú papírokra, sőt ha már itt tartunk, nemcsak nyilvánosan jegyzett részvények, hanem magántulajdonban lévő, akár egészen apró vállalkozások vagy üzletrészek megvásárlása esetén is használhatók. Mindegyik esetre ugyanazok az elvek érvényesek.

Sokkal, sokkal több van benne

Nem szeretném, ha az olvasóban az a kép alakulna ki, hogy a *Közönséges részvények – rendkívüli profitok* egyetlen figyelemre méltó része a mendemondák módszer és a tizenöt pont. Pusztán arról van szó, hogy véleményem szerint ezek a részek a könyv ékkövei. Ezeken kívül sziporkákat, valamint a gyakorlatban már sokszor használt bölcsességeket is szép számban találunk a sorokat olvasván. Nézzük a következő példát: 1990-ben már tizennyolc éve dolgoztam viszonylag sikeresen a szakmában. Hat éve voltam a *Forbes* rovatvezetője. Ekkor jött a képbe Szaddám Husszein. A háborús fenyegetés fokozódásával a befektetők egyre féltősebbé váltak. A piac megbicsaklott. Tanulmányoztam valamelyest a pénzügyi történelmet, és két ezzel foglalkozó könyvet is írtam. A történelem az én olvasatomban azt mondta: „Vásárolj”. Saját történelmi tapasztalatom azonban kevés volt. Egyik hétvégén az első rész 8., *Öt dolog, amit a befektetőnek érdemes elkerülnie* és a 9., *Még öt dolog, amit a befektetőnek érdemes elkerülnie* című fejezeteit átolvastva sikerült magamban eldönteni a kérdést. És megértettem, hogy a háborús helyzet vételi lehetőséget jelent. Ebből a megállapításból, illetve gazdasági előrejelzéseimből születtek a jól időzített, a 90-es évek végére vonatkozó vételi ajánlásaimról szóló cikkeim. A kiváló időzítés, illetve a tény, hogy a szakemberek többsége pesszimista volt, hosszú távra biztosította helyemet a *Forbes*-nál, amiért örökre hálás leszek. A közelmúltban, a 2000–2002-es medve piac és a Szaddám Husszein-történet második felvonása idején talán még az előbbinél is hasznosabbnak bizonyultak az itt leírtak.

2002-ben, amikor ezt írom, a legdurvább medve piacot éljük meg – attól függ, hogyan nézzük – a karrierem kezdetén tapasztalt 1974-es recesszió vagy a harmincas évek nagy gazdasági válsága óta. Sokaknak semmivé foszlott a korábbi befektetési hitekbe vetett meggyőződése. Sokan teljesen más befektetési koncepciókat kezdtek követni, amelyeket rövid időn belül garantáltan sekélyesnek, üresnek és az örök igazságot teljesen nélkülözőnek fognak találni. Apám azt mondaná: nézz előre. Egyszerűen azt mondaná, hogy a kapitalizmus dominanciája fennmarad, az Egyesült Államok és a nyugati világ folytatja fejlődését, arról lehet vitatkozni, hogy hol van a piac alja, és hogy ő nemigen tartotta magát jónak ebben (noha hosszú pályafutása során sikerült néhány rendkívül jól időzített és pontos piaci előrejelzést adnia). Azt mondaná, hogy ha portfóliónkat a tizenöt pontot teljesítő vállalatok papírjai alkotják, és nem kap el az általa csak „szeszélyként és képzelődésként” emlegetett piaci hangulat, akkor remekül átvészeljük ezt az időszakot. Azt mondaná, hogy ha nincsenek részvényeink, akkor itt a kiváló alkalom, hogy a tizenöt pontjának megfelelő vállalatok papírjait megvásároljuk. A 2000–2002-es medve piac alkalmat ad erre. Vajon előfordulhat, hogy az árfolyamok még lejjebb mennek, mielőtt elindulnának felfelé? Apám soha nem tagadta ennek eshetőségét. De mindig hozzátette, hogy néhány év távlatából ez már nem sokat fog számítani. Mérlegelte volna annak lehetőségét, hogy gyorsan megszabadul papírjaitól, elkerülve ezzel a további veszteséget? Egy pillanatra sem. Egyszerűen elképzelhetetlen, hogy ilyet

tett volna. Igen, rendkívül hosszú karrierje során több esetben is csökkentette részvénykitettséget, ám kizárólag olyankor, amikor tudta, hogy a piac még nem esett, de eshet, nem pedig olyankor, amikor a piac már túl volt egy esésen, és abban reménykedett volna, hogy még többet fog esni.

Félt volna apám Szaddám Husszeintől, Oszama bin Ladentől vagy a terroristáktól? Nem. Félt volna a háborútól? Könyvéből egyértelműen kiderül, hogy nem. Tisztelte volna Bush elnököt, hogy a háború felé vezette Amerikát? Nem. Ritkán tisztelte az elnököket, mert politikusnak tekintette őket, és nem igazán szerette a politikusokat; az a néhány, akit kedvelt, soha nem jutott ilyen magas pozícióba. Azt szokta mondani: „Minél magasabbra jutnak, annál hazugabbá válnak.” Gyűlölte a háborút, és nagyon ritkán látta létjogosultságát. Vajon aggódott volna a napjainkban a sajtóban oly gyakran hallható ezerféle más negatívum, például a vállalati korrupció, a duplavé alakú recesszió lehetősége, a magas piaci árfolyam-nyereség hányadosok, a brazil államcsőd kockázata vagy bármi egyéb miatt? Nem, nem igazán. Arra használta volna idejét, hogy míg mások a rossz hírek miatt aggódnak, áttekintse a tulajdonában lévő vállalatok alapvető fundamentumait, és eldöntse, továbbra is érdemes-e tartani azokat. És miközben a leggyengébbeket vizsgálgatta, azon töprengett, létezik-e valahol egy vagy két jobb cég, amelyekkel lecserélhetné őket. A volatilitást, az eső piacokat mindig is kiváló lehetőségnek tekintette, hogy javítsa néhány részvényből álló portfóliójának minőségét. És minél többet aggódtak az emberek a piac miatt, őt annál jobban aggasztotta az, hogy milyen papírjai vannak, és milyenek nincsenek.

Karrierje kései szakaszában, amikor a piaci időzítésről és a különböző iparágak közötti választásról kérdezték, valami ilyesmit válaszolt: „Nos, a fiam bizonyította, hogy sokkal jobban képes az ilyen vizeken evezni, mint én valaha is tudtam, és ő a következőket szokta mondani... mindazonáltal én benne sem bíznék”. Soha senkiben nem bízott meg, hogy az ilyenfajta döntéseket meghozza helyette. Abban bízott, hogy a tizenöt pontjának megfelelő vállalatok birtoklása majd gondját viseli. És ma sem tenne másként.

Pályafutásom során sokszor mondták nekem, hogy (a) tévedek (ami akár igaz is lehetett) és (b) apám soha nem tette volna azt, amit én. Ilyenkor mindig tudtam, hogy az adott személy nyilvánvalóan nem ismerte olyan jól apám gondolkodását, és szinte biztos, hogy nem olvasta írásait olyan gyakran, mint én. Éppen ezért igazán soha nem foglalkoztatott mások arra vonatkozó megállapítása, hogy apám mit tett, vagy éppen mit nem tett volna. A lényeg itt az, hogy én voltam ugyan az, aki – üzleti értelemben – a legjobban ismerte őt, mégis a legtöbb embernél többet olvastam írásait. Ha az olvasó elsőre is kiválóan megérti a könyvében leírtakat, akkor is profitálni fog abból, ha befektetői pályája előrehaladtával újraolvassa ezeket az oldalakat, és saját magának okoz kárt azzal, ha kizárólag az első olvasásból leszűrt tanulságokra épít. Először is azért, mert idővel halványulnak az emlékezetünkben. Másodsorban pedig minél többet olvassa őket, annál többet kap tőlük. Nem szeretnék szentségtörő lenni,

de apám könyve olyan, mint egy kis befektetési biblia – olyan könyv, amely többszöri olvasásra való, és amelynek haszna nem ér véget az utolsó oldalon.

Az olvasó temérdek egyéb kincsre bukkan majd ezeken az oldalakon, amelyekből éppoly sokat profitálhat, mint amennyit én magam profitáltam. A *Közönséges részvények – rendkívüli profitok* kapcsán zárszóként fontos megemlíteni, hogy a könyv nemes egyszerűséggel alpmű. Nem pusztán megtanítja a befektetés valódi alapelveit, hanem számos vezető befektetési szakember tanulmányainak is szerves részét képezi. Hosszú éveken át tananyag volt a Stanford gazdasági másoddiplomás képzésének befektetések szakán. A Stanfordin végzett diákok elolvasták a könyvet, majd a későbbiekben az ország vezető befektetőivé váltak. De a könyv nagysága ezen is túlmegy. Warren Buffett is hosszú ideje befektetési filozófiájának kialakulására nagy hatással lévő tényezőként méltatja apámat és a *Közönséges részvények – rendkívüli profitokat*. Apám a kilencedik fejezetben adott „ne” tanácsainak egyike – *Ne vigyük túlzásba a diverzifikálást* – gyorsan elvezet a buffettizmus egyik fontos sarokpontjához. És az olvasó ugyanott olvashatja ezt a tanácsot, ahol először Buffett is tette.

Nem sok jelentős változás történt a piac alapjait illetően apám első és harmadik, egyben utolsó könyvének, *A konzervatív befektetők nyugodt álmának* a megírása között – noha a befektetések folyóján sok víz lefolyt ez idő alatt: egy hatalmas bika piac, egy hatalmas medve piac, tizenhat év 1958-tól 1974-ig. Szeszélyek és képzelődések tömege. Ám ekkor apám már hatvanhét éves volt. Utolsó könyve jó volt, de messze nem lett az, mint ami a *Közönséges részvények – rendkívüli profitok* volt. Azt olyan jól megírta elsőre, hogy két következő könyvében csak kiegészítéseket tudott hozzátenni. Ha apám írásai közül csak az egyiket tudja elolvasni, válassza az első könyvét. Az volt a legjobbja. Ha úgy dönt, hogy más is olvasna apámtól, a következő legfontosabb írása utolsó könyve volt. Abban is alapvető ötleteket tett közzé. Bizonyos mértékben akkoriban aktuális témákkal foglalkozott, de szerencsére időtlen maradt.

Úgy vélem, hogy *A konzervatív befektetők nyugodt álma* hatodik fejezetének a motorolás része az igazi Phil Fisher. Ebben bemutatja, hogy a Motorola, amiért mások akkoriban annyira nem rajongtak, miért kiváló vállalat, olyan, amelyért bármikor hajlandó lett volna a nyakát kockáztatni. Nehéz a könyvnek ezt a részét elolvasni és nem azt a következtetést levonni, hogy a Motorola egy igazán minőségi vállalat. De nézzük, hogy mi történt a későbbiekben! A következő huszonöt évben a részvény árfolyama az osztalékok figyelembevételével is a harmincötösörösré emelkedett – mindez egy biztonságos, jól vezetett vállaltól, brókerköltségek nélkül, befektetésialap-kezelői díjak nélkül, különösebb erőfeszítés nélkül. Milyen gyakran kapunk egy ilyen sikeres, több évtizedes előrejelzést? Szinte példa nélküli. Van bárki is, aki mind a huszonöt éven keresztül kitarzana egy részvény mellett? Nos, teljes biztonsággal jelenthetem, hogy Philip A. Fisher így tett, személyes vagyonának legnagyobb részét ebbe a papírba fektette, végig, amíg az felülmúlta a Standard & Poor 500-as indexet. Ilyen volt Phil Fisher. Keresett néhány kiváló vállalatot, amelyeket nagyon-nagyon jól

megismert, majd hosszú-hosszú ideig tartotta a papírjaikat, amíg azok látványosan fel nem értékeltődtek. *A konzervatív befektetők nyugodt álma* egész egyszerűen az általam ismert legjobb értekezés arról, hogyan kell jelentős kockázat nélkül növekedési részvényeket vásárolni, illetve tartani azokat. Ez mindkét, vagyis az első és a harmadik könyvből is egyértelműen kiderül. Ez a két kötet szellemileg egymáshoz kapcsolódik, pusztán a tizenhat év választja el őket. Mégis, ha csak az egyiket olvassa el, a *Közönséges részvények* legyen az. Többet nyújt, korához képest radikálisabb, jobban lett megírva, inkább mondható időtlennek, és több a szellemi mondanivalója. Ha mindkettőt el tudja olvasni, tegyen így.

A könyv második előszavában kevéssé ismert dolgokat mondok el apámról. Ám az évek során gyakran kérdeztek a hozzá fűződő kapcsolatokról, hiszen az ugyanabban a szakmában dolgozó apa és fiú mindig érdekes téma. És mivel ő is furcsa ember volt, én is furcsa vagyok, meg gyakran azok is furcsák, akik engem kérdeznek, néha furcsa válaszokat adok. Amikor például azt kérdezték, és ezt gyakran megtették, hogy melyik az apámmal kapcsolatos kedvenc élményem, rendszerint azt válaszoltam, hogy „a következő”. Ma már nincs következő, de sokáig volt. Gyakran próbáltak meg sarokba szorítani azzal, hogy „rendben, de nincsenek kedvenc emlékek fiatalabb korodból”? Ilyenkor készséggel bevalom, hogy vannak. Lefekvéskor apám mesélte a világon a legjobb történeteket, amelyeknek egyáltalán semmi közük nem volt a részvénytípiachoz. Sok közülük saját képzeletének szülötte volt. Kisgyerekként imádtam ezeknek a meséknek az összes pillanatát – és a Buffett-hívők növekvő seregéhez hasonló emberek gyűlölik ezt a választ. A részvények kiválasztásáról szeretnének valamit hallani. De abban igazán soha nem volt semmi érzélem. Pusztán munka. Ezért csaldottságukban gyakran felteszik a következő kérdést: „Ha az apádtól kapott tanácsokat egyetlen mondatba tudnád sűríteni, mi lenne az?” Azt szoktam erre válaszolni: „Olvassák az írásait, és próbálják megélni őket.” És pontosan ezt ígérik a következő oldalak. Jó szórakozást hozzá!

*Kenneth L. Fisher
Kings Mountain, Kalifornia
2003. július*