

E. M. G.-nek

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

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

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

ISBN: 978 963 89 02 44 3

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

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



[www.tbkiado.hu](http://www.tbkiado.hu)



[www.facebook.com/tbkiado](https://www.facebook.com/tbkiado)



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

# Tartalom

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

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

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

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



## *Előszó a magyar kiadáshoz*

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

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

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

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

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

Dr. Csányi Sándor  
elnök-vezérigazgató  
OTP Bank Nyrt.

## *Warren E. Buffett előszava a negyedik kiadáshoz*

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

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

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

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

BENJAMIN GRAHAM  
1894–1976

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

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

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

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

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

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

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





# Jason Zweig jegyzete Benjamin Grahamról

Ki volt Benjamin Graham, és miért érdemes hallgatni rá?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Az 1929–1932-es nagy válság alatt elszenvedett közel 70 százalékos, érzékeny veszteség dacára Graham túlélte ezeket az éveket, és a bika piac romjainak alkalmi vételeit learatva szép hasznot húzott a válság utáni időkből. Nincsenek pontos feljegyzések Graham korai éveinek hozamairól, ám 1936-tól 1956-ban történő visszavonulásáig a Graham–Newman Corp. legalább évi 14,7 százalékot ért el, szemben a teljes részvényt piac 12,2 százalékaival – ez pedig a Wall Street történelmének egyik legjobb hosszú távú eredménylajstroma.\*

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

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

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

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

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

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

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

---

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



## BEVEZETÉS

# *Milyen célt hivatott szolgálni a könyv?*

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

---

\* A befektetési alapok privát tranzakciók keretében „korlátozott részvényeket” vásároltak, amelyeket azonnal újraértékeltek a magasabb, nyilvánosan jegyzett áron (lásd Graham definícióját a 469. oldalon). Ez lehetővé tette ezeknek a spekulatív alapoknak, hogy fenntarthatatlanul magas hozamokat mutassanak ki az 1960-as évek közepén. Az Amerikai Értékpapír- és Tőzsdéfelügyelet (SEC) 1969-ben megtiltotta az ilyen visszaéléseket, így az alapok befektetőinek ettől már nem kell tartaniuk. A részvényutalványok bemutatására a 16. fejezetben kerül sor.

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Kommentár a Bevezetéshez

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

(Henry David Thoreau: Walden)

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

Helyette három nagyon fontos dologra tanít meg bennünket:

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

A 90-es évek végének szárnyaló részvénytőzsa idején, amikor úgy látszott, hogy a technológiai részvények árfolyama mindennap megduplázódik, abszurdnak tűnt a figyelmeztetés, hogy szinte összes pénzünket elbukhatjuk. Ennek ellenére 2002 végére sok dotkom és telekommunikációs részvény értéke legalább 95 százalékát elvesztette. Ha pénzünk 95 százalékát elveszítjük, 1900 százalékot kell nyerni *csak ahhoz, hogy visszajussunk oda, ahonnan elindultunk*<sup>1</sup>. Ostoba kockázatot vállalva olyan mély gödörbe kerülhetünk, ahonnan gyakorlatilag lehetetlen kimászni. Ezért hangsúlyozza következetesen Graham a veszteségek elkerülésének fontosságát – nemcsak a 6., 14. és 20. fejezetekben, hanem az egész szövegét átszövő intéseiben.

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

---

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

## Intelligens befektetők vagyunk?

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

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

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

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

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

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

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

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

## Sorscapások krónikája

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

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

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



## Tuti dolog, az pedig nincs

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

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

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

---

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

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

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

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

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

### Reménysugár a borús égen

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

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

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

---

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