

kuin yksilöiden toimesta. Huonolaatuisemmat vaihtelivat lähes aina laajalla alueella, prosentteina, ei kovin eri tavalla kuin kantaosakkeet. Emme voi antaa niistä muuta hyödyllistä huomautusta.

Taulukko 16-2 alla, s. 406, antaa hieman tietoa hinnasta alemman luokan ei-vaihtovelkakirjojen muutokset joulukuun 1968 ja joulukuun 1970 välisenä aikana. Keskimääräinen lasku oli 17 % verrattuna 11,3 % S & P:n kantaosakkeiden yhdistelmäindeksille.

KOMMENTTI LUKUUN 8

Niiden onnellisuus, jotka haluavat olla suosittuja, riippuu muista;
niiden onnellisuus, jotka etsivät nautintoa, vaihtelevat mielialojen
kanssa, jotka eivät ole heidän hallinnassaan; mutta viisaiden onni
kasvaa heidän omista vapaista teoistaan.

– Marcus Aurelius

DR. JEKYLL JA MR. MARKKINOIDA

Suurimman osan ajasta markkinat ovat enimmäkseen tarkkoja useimpien osakkeiden hinnoittelussa. Miljoonat ostajat ja myyjät, jotka tinkivät hinnasta, tekevät huomattavan hyvää työtä arvioidessaan yrityksiä – keskimäärin. Mutta joskus hinta ei ole oikea; joskus se on todella väärin. Ja sellaisina aikoina sinun on ymmärrettävä Grahamin mielikuva Mr. Marketista, luultavasti loistavin metafora, joka on koskaan luotu selittämään, kuinka osakkeista voi tulla väärin hinnoiteltuja.¹ Maaninen Mr. Market ei aina hinnoittele osakkeita siten kuin arvioija tai arvostelija yksityinen ostaja arvostaisi yritystä. Sen sijaan, kun osakkeet ovat nousussa, hän maksaa onneksi enemmän kuin niiden objektiivinen arvo; ja kun ne putoavat, hän haluaa epätoivoisesti jättää ne alle heidän todellisen arvonsa.

Onko Mr. Market vielä paikalla? Onko hän edelleen kaksisuuntainen mieliala? Lyön vetoa, että hän on.

17. maaliskuuta 2000 Inktomi Corp.:n osake saavutti uuden ennätyksen, 231 625 dollaria. Sen jälkeen kun ne tulivat markkinoille kesäkuussa 1998, Internet-hakuohjelmistoyhtiön osakkeet olivat nousseet noin 1 900 %. Vain muutaman viikon aikana joulukuusta 1999 osake oli lähes kolminkertaistunut.

Mitä tapahtui Inktomissa, joka teki Inktomista niin arvokkaan? Vastaus näyttää ilmeiseltä: ilmiömäisen nopea

¹ Ks. Grahamin teksti, s. 204–205.

kasvu. Joulukuuhun 1999 päättäneiden kolmen kuukauden aikana Inktomi myi tuotteita ja palveluita 36 miljoonalla dollarilla, mikä on enemmän kuin koko joulukuussa 1998 päättäneenä vuonna. Jos Inktomi pystyisi ylläpitämään edellisen 12 kuukauden kasvuvauhtiaan vielä viisi vuotta, sen tulot kasvaisivat räjähdysmäisesti 36 miljoonasta dollarista 5 miljardiin dollariin kuukaudessa. Kun tällainen kasvu oli näköpiirissä, mitä nopeammin osake nousi, sitä pidemmälle se näytti varmalta menevän.

Mutta villiin rakkaussuhteeseensa Inktomin osakkeisiin, Mr. Market ei katsonut jotain sen liiketoiminnasta. Yritys menetti rahaa – paljon. Se oli menettänyt 6 miljoonaa dollaria viimeisellä vuosineljänneksellä, 24 miljoonaa dollaria sitä edeltäneen 12 kuukauden aikana ja 24 miljoonaa dollaria sitä edeltävänä vuonna. Koko yrityksen elinkaarensa aikana Inktomi ei ollut koskaan tehnyt senttiäkään voittoa. Silti 17. maaliskuuta 2000 Mr. Market arvioi tämän pienen yrityksen arvoksi yhteensä 25 miljardia dollaria. (Kyllä, se on miljardi, B:llä.)

Ja sitten Mr. Market vaipui äkilliseen painajaismaiseen masennukseen. Syyskuun 30. päivänä 2002, vain kaksi ja puoli vuotta 231 625 dollarin osakekohtaisen arvon saavuttamisen jälkeen, Inktomin osakkeen arvo oli 25 senttiä, mikä romahti 25 miljardin dollarin kokonaismarkkina-arvosta alle 40 miljoonaan dollariin. Oliko Inktomin liiketoiminta kuivunut? Ei lainkaan; Edellisten 12 kuukauden aikana yhtiö oli tuottanut 113 miljoonaa dollaria liikevaihtoa. Joten mikä oli muuttunut? Vain Mr. Marketin mieliala: Alkuvuodesta 2000 sijoittajat olivat niin villejä Internetiin, että he hinnoittivat Inktomin osakkeet 250-kertaiseksi yhtiön tuloihin verrattuna. Nyt he kuitenkin maksaisivat vain 0,35 kertaa sen tulot. Mr. Market oli muuttunut tohtori Jekyllistä herraksi. Hyde ja tuhosi raivokkaasti kaikki osakkeet, jotka olivat tehneet hänestä hullun.

Mutta herra Market ei ollut sen enempää oikeutettu keskiyön raivossaan kuin maaniseen euforiaan. 23. joulukuuta 2002 Yahoo! Inc. ilmoitti ostavansa Inktomin 1,65 dollarilla osakkeelta. Se oli lähes seitsemän kertaa Inktomin osakekurssi 30. syyskuuta. Historia todennäköisesti osoittaa, että Yahoo! sai kaupat. Kun Mr. Market tekee osakkeista niin halpoja, ei ole ihme, että kokonaisia yrityksiä ostetaan suoraan hänen alta.

2 Kuten Graham totesi klassisessa artikkelisarjassa vuonna 1932, suuri lama aiheutti kymmenien yritysten osakkeiden putoamisen alle niiden käteisvarojen ja muiden likvidien omaisuuserien arvon, mikä teki niistä "arvoltaan enemmän kuolleita kuin eläviä".

AJATTELE ITSE

Antaisitko mielellään todistuksen saavan hullun tulla käymään vähintään viisi kertaa viikossa kertomaan sinulle, että sinun pitäisi tuntea olosi täsmälleen samalta kuin hän tuntee? Suostuisitko koskaan olemaan euforinen vain siksi, että hän on – tai onneton vain siksi, että hänen mielestään sinun pitäisi olla? Ei tietenkään. Vaadit oikeuttasi hallita omaa tunne-elämääsi kokemustesi ja uskomuksiesi perusteella. Mutta mitä tulee heidän taloudelliseen elämäänsä, miljoonat ihmiset antavat Mr. Marketin kertoa heille, miltä tuntuu ja mitä tehdä – huolimatta ilmeisestä tosiasiasta, että hän voi ajoittain muuttua pähkinäisemmäksi kuin hedelmäkakku.

Vuonna 1999, kun Mr. Market huusi ilosta, amerikkalaiset työntekijät ohjasivat keskimäärin 8,6 % palkastaan 401(k) eläkesuunnitelmiinsa. Vuoteen 2002 mennessä, kun Mr. Market oli tuhlaanut varastoja mustiin roskapusseihin, keskimääräinen maksuaste oli pudonnut lähes neljänneksellä vain 7 %:iin.³ Mitä halvemmaksi osakkeet menivät, sitä vähemmän innokkaat ihmiset ostavat niitä. -koska he matkivat herra Marketia, sen sijaan että ajattelisivat itse.

Älykäs sijoittaja ei saa sivuuttaa Mr. Marketia kokonaan. Sen sijaan sinun pitäisi tehdä liiketoimintaa hänen kanssaan - mutta vain siinä määrin kuin se palvelee etujasi. Mr. Marketin tehtävänä on tarjota sinulle hintoja; sinun tehtäväsi on päättää, onko sinun eduksesi toimia niiden mukaan. Sinun ei tarvitse käydä kauppaa hänen kanssaan vain siksi, että hän jatkuvasti pyytää sinua tekemään niin.

Kieltäytymällä antamasta Mr. Marketin olla herrasi, muutat hänestä palvelijasi. Loppujen lopuksi, vaikka hän näyttääkin tuhoavan arvoja, hän luo niitä muualle. Vuonna 1999 Wilshire 5000 -indeksi, joka on Yhdysvaltojen osakkeiden kehityksen laajin mittari, nousi 23,8 % teknologia- ja televiestintäosakkeiden ansiosta. Mutta 3 743 Wilshire-indeksin 7 234 osakkeesta laski arvossaan, vaikka keskiarvo oli nousussa. Vaikka nuo huipputeknologian ja televiestinnän osakkeet olivat kuumempia kuin kilpa-auton konepelti elokuun iltapäivällä, tuhannet "Vanhan talouden" osakkeet jäivät mutaan - halpenevat ja tulivat halvemmaksi.

CMGI:n osake, "hautomo" tai Internetin holdingyhtiö

3 Lehdistötiedote, The Spectrem Group, "Suunnitelman sponsorit häviävät taistelun estääkseen osallistumisen vähenemisen ja lykkäyksiä määrättyihin osallistumissuunnitelmiin", 25. lokakuuta 2002.

[illegible]

aloittelevat yritykset, nousi hämmästyttävät 939,9 % vuonna 1999. Samaan aikaan Berk shire Hathaway -holdingyhtiö, jonka kautta Grahamin suurin opetuslapsi Warren Buffett omistaa sellaisia Old Economy -yhtiöitä kuin Coca Cola, Gillette ja Washington Post Co. - laski 24,9 %.

Mutta sitten, kuten niin usein tapahtuu, markkinoilla oli äkillinen tunnelma keinu. Kuva 8-1 tarjoaa näytteen siitä, kuinka vuoden 1999 haisevista tuli tähdet 2000-2002.

Näistä kahdesta holdingyhtiöstä CMGI menetti 96 prosenttia 2000, vielä 70,9 % vuonna 2001 ja vielä 39,8 % enemmän vuonna 2002 – kumulatiivinen tappio 99,3 %. Berkshire Hathaway nousi 26,6 % vuonna 2000 ja 6,5 % vuonna 2000. 2001, sitten oli hieman 3,8 % tappiota vuonna 2002 – kumulatiivinen voitto 30 %.

VOITKO VOITTAA Ammatillaiset HEIDÄN PELILLÄ?

Yksi Grahamin tehokkaimmista oivalluksista on tämä: "Sijoittaja, joka sallii itsensä leimautua tai olla tarpeettomasti huolissaan omistusosuuksiensa perusteettomista markkinoiden laskuista, muuttaa hänen perusetunsa kieroutuneesti perushaitoksi."

Mitä Graham tarkoittaa sanoilla "perusetu"? Hän tarkoittaa, että älykkäällä yksittäisellä sijoittajalla on täysi vapaus valita, seurataanko Mr. Marketia vai ei. Sinulla on ylellisyyttä kyky ajatella itse.

4 Muutamaa kuukautta myöhemmin, 10. maaliskuuta 2000 – samana päivänä, jona NASDAQ saavutti kaikkien aikojen ennätyksensä – verkkokaupan asiantuntija James J. Cramer kirjoitti, että hän oli viime päivinä "toistuvasti" kokenut kiusauksen myydä Berkshire Hathawayn lyhyeksi. vetoa siihen Buffetin osakkeen oli laskettava pidemmälle. Hänen retorisen lantionsa mauttimella, Cramer jopa julisti, että Berkshiren osakkeet olivat "kypsiä pamaukselle". Että Samana päivänä Prudential Securitiesin markkinastrategi Ralph Acampora kysyi, "Norfolk Southern tai Cisco Systems: Missä haluat olla tulevaisuudessa?" Cisco, avain huomisen Internet-supervaltatielle, näytti saaneen kaiken ohi Norfolk Southern, osa eilisen rautatiejärjestelmää. (Seuraavan vuoden aikana Norfolk Southern nousi 35 %, kun taas Cisco menetti 70 %.)

5 Kun Grahamilta kysyttiin, mikä estää useimpia yksittäisiä sijoittajia menestymästä, hän vastasi ytimekkäästi: "Ensisijainen epäonnistumisen syy on se, että he myös maksavat paljon huomiota siihen, mitä osakemarkkinat tekevät tällä hetkellä." Katso "Benjamin Graham: Thoughts on Security Analysis" [luennon transkriptio Northeastissa Missouri State University Business School, maaliskuu 1972], Financial History lehti, nro. 42, maaliskuu 1991, s. 8.

Tyypillisellä rahanhoitajalla ei kuitenkaan ole muuta vaihtoehtoa kuin matkia Mr. Marketin jokainen liike – ostaa kalliisti, myydä halvalla, marssii melkein vähemmän mielenkiinnon jälkeen hänen arvaamattomilla jalanjäljillä. Tässä on joitain haitoista, joita sijoitusrahastojen hoitajat ja muut ammattisijoittajat kohtaavat:

- Kun miljardeja dollareita on hallinnassa, niiden on lähdeävä vetovoimaan kohti suurimpia osakkeita – ainoita, joita he voivat ostaa useiden miljoonien dollarien määrässä, joita he tarvitsevat täyttääkseen salkkunsaa. Täten monet rahastot päätyvät omistamaan samat muutamat yllinnoiteltuja jättäisiä.
- Sijoittajat sijoittavat enemmän rahaa rahastoihin markkinoiden nousussa. Johtajat käyttävät tätä uutta rahaa ostaakseen lisää osakkeitaan jo omistaa, mikä nostaa hinnat entistä vaarallisempiin korkeuksiin.
- Jos rahastosijoittajat pyytävät rahojaan takaisin markkinoiden laskussa, johtajat saattavat joutua myymään osakkeita lunastaakseen ne. Aivan kuin rahastot joutuvat ostamaan osakkeita paisutettuihin hintoihin nousussa markkinoilla, heistä tulee pakkomyyjä, kun osakkeet halpenevat jälleen.
- Monet salkunhoitajat saavat bonuksia markkinoiden voittamisesta, joten he mittaavat pakkomielteisesti tuottoaan vertailuarvoihin, kuten S & P 500 -indeksi. Jos yritys lisätään indeksiin, sadat rahastot ostavat sen pakkomielteisesti. (Jos he eivät, ja se osake sitten menee hyvin, johtajat näyttävät typeriltä; toisaalta jos he ostavat sen ja se toimii huonosti, kukaan ei syytä heitä.)
- Yhä useammin rahastonhoitajien odotetaan erikoistuvan. Aivan kuten sisällä yleislääkäri on väistynyt lastenlääketieteessä allergologi ja geriatrinen otolaryngologi, rahastonhoitajien on ostaa vain "pienen kasvun" osakkeita tai vain "keskikokoisia" osakkeita, tai vain "suuren sekoituksen" osakkeita. Jos yritys kasvaa liian suureksi tai rahastolla on liian pieni, liian halpa tai hieman liian kallis myydä se – vaikka johtaja rakastaisi osaketta.

Joten ei ole mitään syytä, ettei pärjäisi yhtä hyvin kuin ammattilaiset. Mitä sinä ei voi tehdä (huolimatta kaikista asiantuntijoista, jotka sanovat, että voit) on "päihittää ammattilaisia omassa pelissään." Ammattilaiset eivät voi voittaa edes omaa peliä! Miksi sitä ylipäätään pitäisi pelata? Jos noudatat heidän sääntöjään, niin noudatat hävitä – koska päädyt yhtä paljon Mr. Marketin orjaksi kuin ammattilaiset ovat.

6 Älä välitä mitä nämä termit tarkoittavat tai niiden oletetaan tarkoittavan. Sisällä ollessaan julkisesti näitä luokituksia käsitellään äärimmäisen kunnioittavasti, yksityisesti useimmat sijoitusalan ihmiset suhtautuvat niihin halveksunnalla, joka on varattu vitseille, jotka eivät ole hauskoja.

Sen sijaan ymmärrä, että älykkäässä sijoittamisessa on kyse hallittavien hallinnasta. Et voi hallita, tuottavatko ostamasi osakkeet tai rahastot markkinoita tänään, ensi viikolla, tässä kuussa vai tänä vuonna; lyhyellä aikavälillä tuottosi ovat aina Mr. Marketin ja hänen mielijohteensa panttivangit. Mutta voit hallita:

- välityskulusi käymällä kauppaa harvoin, kärsivällisesti ja halvalla •
- omistuskulut, kieltäytymällä ostamasta sijoitusrahastoja liiallisilla vuosikuluilla •
- odotuksesi, käyttämällä realismia, ei fantasiaa ennustaessasi

palauttaa 7

- riskisi päättämällä, kuinka suuren osan kokonaisvarallisuudestasi vaarannat osakemarkkinoilla, hajauttamalla ja tasapainottamalla • verolaskusi, pitämällä osakkeita vähintään yhden vuoden ja aina, kun mahdollista, vähintään viiden ajan vuotta, pienentääksesi pääomavoittovastuusi • ja ennen kaikkea omaa käyttäytymistäsi.

Jos kuuntelet talous-tv:tä tai luet useimpia markkinakolumnisteja, luulisi, että sijoittaminen on jonkinlaista urheilua, sotaa tai selviytymistaistelua vihamielisessä erämaassa. Mutta sijoittamisessa ei ole kyse muiden päihittämisestä heidän pelissään. Kyse on itsesi hallitsemisesta omassa pelissäsi. Älykkään sijoittajan haasteena ei ole löytää osakkeita, jotka nousevat eniten ja laskevat vähiten, vaan pikemminkin estää itseäsi olemasta itsesi pahin vihollinen – ostamasta korkeita vain siksi, että Mr. Market sanoo "Osta!" ja myydä halvalla vain siksi, että Mr. Market sanoo "Myy!"

Jos sijoitushorisonttisi on pitkä – vähintään 25 tai 30 vuotta – on vain yksi järkevä lähestymistapa: Osta joka kuukausi, automaattisesti ja aina kun voit säästää rahaa. Paras yksittäinen valinta tähän elinikäiseen omistukseen on osakemarkkinoiden kokonaisindeksirahasto. Myy vain silloin, kun tarvitset käteistä (psykologisen lisäyksen saamiseksi leikkaa irti ja allekirjoita "sijoitusomistajan sopimus" - joka löytyy sivulta 225).

Ollaksesi älykäs sijoittaja, sinun on myös kieltäydyttävä arvioimasta taloudellista menestystäsi sen perusteella, miten joukko täysin tuntemattomia voi. Et ole senttiäkään köyhempi, jos joku Dubuquesta, Dallasista tai Denveristä

päihittää S & P 500:n ja sinä et. Kenenkään hautakivessä ei ole tekstiä "HÄN VOITTI MARKKINAT".

Haastattelin kerran ryhmää eläkeläisiä Boca Ratonissa, yhdessä Floridan rikkaimmista eläkeyhteisöistä. Kysyin näiltä ihmisiltä – enimmäkseen 70-vuotiailta – olivatko he voittaneet markkinat sijoituselämänsä aikana. Jotkut sanoivat kyllä, jotkut sanoivat ei; useimmat eivät olleet varmoja. Sitten eräs mies sanoi: "Ketä kiinnostaa? Tiedän vain, että sijoitukseni tuottivat tarpeeksi päästäkseni Bocaan."

Voiko täydellisempää vastausta olla? Loppujen lopuksi sijoittamisen tarkoitus ei ole ansaita keskimääräistä enemmän, vaan ansaita tarpeeksi rahaa omien tarpeidesi tyydyttämiseksi. Paras tapa mitata sijoitusmenestystä ei ole sen perusteella, voitko markkinoita, vaan sillä, oletko laatinut rahoitussuunnitelman ja käyttäytymissäännöt, jotka todennäköisesti vievät sinut haluamaasi paikkaan. Loppujen lopuksi tärkeintä ei ole ylittää maaliviiva ennen muita, vaan vain varmistaa, että ylität sen.⁸

SINUN RAHASI JA AIVOSI

Miksi sijoittajat pitävät Mr. Marketia niin viehtelevänä? Osoittautuu, että aivomme on johdettu saamaan meidät investointiongelmiin; ihmiset ovat mallia etsiviä eläimiä. Psykologit ovat osoittaneet, että jos esität ihmisille satunnaisen sekvenssin – ja kerrot heille, että se on arvaamaton –, he kuitenkin yrittävät arvata, mitä seuraavaksi tapahtuu. Samoin "tiedämme", että seuraava nopanheitto on seitsemän, että baseball-pelaajalle on luvassa peruslyönti, että Powerball-arvontaan seuraava voitonnumero on ehdottomasti 4-27-9-16- 42-10 – ja että tämä kuuma pieni osake on seuraava Microsoft.

Uraauurtava uusi neurotieteen tutkimus osoittaa, että aivomme on suunniteltu havaitsemaan trendejä myös siellä, missä niitä ei ehkä ole. Kun tapahtuma tapahtuu vain kaksi tai kolme kertaa peräkkäin, ihmisen aivojen alueet, joita kutsutaan anterioriksi cinguliksi ja tumaksi accumbensiksi, ennakoivat automaattisesti, että se tapahtuu uudelleen. Jos se toistuu, luonnollinen kemikaali nimeltä dopamiini vapautuu ja tulvii aivot pehmeällä euforialla. Näin ollen, jos osake nousee muutaman kerran peräkkäin, odotat refleksiivisesti sen jatkuvan – ja aivokemiasi muuttuu

⁸ Katso Jason Zweig, "Lyötkö sinä markkinat?" Money, tammikuu 2000, s. 55–58.

osakekurssin noustessa, mikä antaa sinulle "luonnollisen huipun". Tulet tehokkaasti riippuvaiseksi omiin ennustuksiisi.

Mutta kun varastot putoavat, tuo taloudellinen menetys sytyttää amygdalasi – aivojen osan, joka käsittelee pelkoa ja ahdistusta ja synnyttää kuuluisan "taistelee tai pakene" -reaktion, joka on yhteinen kaikille nurkkaan ajetuille eläimille. Aivan kuten et voi estää sykettäsi nousemasta palohälyttimen soidessa, aivan kuten et voi välttää hätkähdytystä, jos kalkkarokäärme liukastelee vaellusreitille, et voi olla pelkäämättä osakekurssien laskussa.9 Itse asiassa loistavat psykologit Daniel Kahneman ja Amos Tversky ovat osoittaneet,

että taloudellisen menetyksen tuska on yli kaksi kertaa voimakkaampi kuin ilo vastaavasta voitosta. 1 000 dollarin ansaitseminen osakkeella tuntuu hienolta – mutta 1 000 dollarin tappio aiheuttaa tunnekuormituksen yli kaksi kertaa tehokkaammin. Rahan menettäminen on niin tuskallista, että monet ihmiset, jotka pelkäävät mahdollisen lisätappion, myyvät loppuun lähellä pohjaa tai kieltäytyvät ostamasta lisää.

Tämä auttaa selittämään, miksi kiinnitämme markkinoiden laskun raakaan suuruuteen ja unohdamme suhteuttaa tappion. Joten jos televisiotoimittaja huutaa: "Markkinat ovat romahtamassa - Dow on pudonnut 100 pistettä!" useimmat ihmiset vapisevat vaistomaisesti. Mutta Dow'n äskettäisellä 8 000:n tasolla se on vain 1,2 prosentin pudotus. Ajattele nyt kuinka naurettavalta kuulostaisi, jos päivänä, jolloin ulkona on 81 astetta, TV-säämies huutaisi: "Lämpötila laskee – se on pudonnut 81 astetta 80 asteeseen!" Se on myös 1,2 prosentin pudotus. Kun unohdat tarkastella muuttuvia markkinahintoja prosentteina, on aivan liian helppoa panikoida pienistä tärinäistä. (Jos sinulla on vuosikymmeniä investointeja edessäsi, on parempi tapa visualisoida talousuutiset; katso sivupalkki sivulla 222.)

1990-luvun lopulla monet ihmiset kokivat olevansa hämärässä, elleivät he tarkistaneet osakkeidensa hintoja useita kertoja päivässä. Mutta kuten Graham sanoo, tyypillinen sijoittaja "olisi parempi, jos hänen osakkeilla ei olisi lainkaan pörssinoteerausta, sillä silloin hän säästyisi henkisesti tuskalta, jota muiden henkilöiden arviointivirheet aiheuttavat hänelle.

9 Sijoittamisen neurotieteitä tutkitaan Jason Zweigissä, "Are You Wired for Wealth?" Money, lokakuu 2002, s. 74–83, saatavilla myös osoitteesta http://money.cnn.com/2002/09/25/pf/investing/agenda_brain_short/index.htm. Katso myös Jason Zweig, "The Trouble with Humans", Money, marraskuu, 2000, s. 67–70.

UUTISET, joita voit käyttää

Osakkeet putoavat, joten kytket television päälle saadaksesi viimeisimmät markkinauutiset. Mutta CNBC:n tai CNN:n sijasta kuvittele, että voit virittää Benjamin Graham Financial Networkin. BGFN:llä ääni ei kaappaa markkinoiden sulkemiskellon kuuluisaa hapan jyrähdystä; video ei koske välittäjiä, jotka kiipeilevät pörssin lattialla kuin vihaiset jyräjät. BGFN ei myöskään näytä kuvamateriaalia sijoittajista, jotka haukkovat henkeään jäätyneillä jalkakäytävillä, kun punaiset nuolet viheltävät sähköisten osakekurssien yläpuolella.

Sen sijaan kuva, joka täyttää TV-ruudusi, on New Yorkin pörssin julkisivu, jota koristaa valtava banneriteksti: "MYYN! 50% ALENNUS!" Intromusiikkina Bachman-Turner Overdrive kuuluu räjähtelevän muutaman tahdin vanhasta latopolttimestaan "You Ain't Seen Nothing Yet". Sitten ankuri ilmoittaa kirkkaasti: "Osakkeet kävivät jälleen houkuttelevammiksi tänään, kun Dow putosi vielä 2,5 % raskaan volyymin vuoksi – neljäntenä päivänä peräkkäin, jolloin osakkeet ovat halventuneet. Tekniset sijoittajat menestyivät vielä paremmin, kun johtavat yritykset, kuten Microsoft, menettivät lähes 5 % päivän aikana, mikä teki niistä entistä edullisempia.

Tämä on viime vuoden hyvien uutisten lisäksi, jolloin osakkeet ovat jo menettäneet 50 %, mikä nostaa ne edullisille tasoille, joita ei ole nähty vuosiin. Ja jotkut merkittävät analyytikot ovat optimistisia siitä, että hinnat voivat laskea edelleen tulevina viikkoina ja kuukausina.

Uutislähetys käsittelee Wall Streetin Ketchum & Skinner -yrityksen markkinastrategia Ignatz Andersonia, joka sanoo: "Ennusteen on, että osakkeet putoavat vielä 15 prosenttia kesäkuuhun mennessä. Olen varovaisen optimistinen, että jos kaikki menee hyvin, osakkeet voivat laskea 25 prosenttia, ehkä enemmänkin.

"Toivotaan, että Ignatz Anderson on oikeassa", ankuri sanoo iloisesti. "Pörssikurssien lasku olisi upea uutinen kaikille sijoittajille, joilla on pitkä horisontti. Ja nyt Wally Woodiin eksklusiiviseen AccuWeather-ennusteeseen.

mentä. Jos olet tarkistanut osakesalkkusi arvon klo 13.24 ja sinun on pakko tarkistaa se uudelleen klo 13.37 , kysy itseltäsi nämä kysymykset:

- Soitinko kiinteistönvälittäjälle tarkistaakseni taloni markkinahinnan klo 13.24 ?
Soitinko takaisin klo 13.37 ?
- Jos olisin, olisiko hinta muuttunut? Jos olisi, olisinko kiirehtinyt myymään taloni? • Jos en tarkista tai edes tiedä taloni markkinahintaa minuutista minuuttiin, estäkö sen arvon nousun ajan myötä?10

Ainoa mahdollinen vastaus näihin kysymyksiin ei tietenkään ole! Ja sinun pitäisi tarkastella portfoliotasi samalla tavalla. 10 tai 20 tai 30 vuoden sijoitushorisontissa Mr. Marketin päivittäisillä dipsy-doodleilla ei yksinkertaisesti ole merkitystä. Joka tapauksessa jokaiselle, joka sijoittaa tulevina vuosina, osakekurssien lasku on hyvä uutinen, ei huono, koska niiden avulla voit ostaa enemmän pienemmällä rahalla. Mitä pidempään ja pidemmälle osakkeet putoavat ja mitä vakaammin jatkat ostamista niiden laskeessa, sitä enemmän ansaitset lopulta – jos pysyt vakaana loppuun asti. Sen sijaan, että pelkääät karhumarkkinoita, sinun tulee omaksua se. Älykkään sijoittajan pitäisi olla täysin mukava omistaa osaketta tai sijoitusrahastoa, vaikka osakemarkkinat lopettaisivat päivittäisten hintojen toimittamisen seuraavien 10 vuoden ajaksi.11 Paradoksaalista kyllä,

"sinulla on paljon enemmän hallintaa", selittää neurotieteilijä Antonio Damasio, "jos sinä ymmärrä, kuinka paljon et ole hallinnassa." Kun tunnustat biologisen taipumuksesi ostaa korkealla ja myydä halvalla, voit myöntää tarpeen tehdä dollarin keskimääräinen hinta, tasapainottaa uudelleen ja allekirjoittaa sijoitussopimus. Laittamalla suuren osan portfoliostasi pysyvään automaattiohjaukseen, voit taistella ennustusriippuvuutta vastaan, keskittyä pitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiisi ja virittää Mr. Marketin mielialan vaihtelut.

10 Kannattaa myös kysyä, voisitko nauttia asumisesta talossasi, jos sen markkinahinta kerrotaisiin viimeistä penniä myöten joka päivä lehdissä ja televisiossa.

11 Sarjassa merkittäviä kokeita 1980-luvun lopulla Columbian ja Harvardin psykologi Paul Andreassen osoitti, että sijoittajat, jotka saivat usein uutisia osakkeistaan, ansaittivat puolet niiden sijoittajien tuotoista, jotka eivät saaneet lainkaan uutisia. Katso Jason Zweig, "Tässä on kuinka käyttää uutisia ja virittää melua", Money, heinäkuu 1998, s. 63–64.

KUN MR. MARKIT ANTAA SINULLE SITRUNAA, VALMISTA LEMONADIA

Vaikka Graham opettaa, että sinun pitäisi ostaa, kun Mr. Market huutaa "myy", on yksi poikkeus, joka älykkään sijoittajan on ymmärrettävä. Karhumarkkinoille myyminen voi olla järkevää, jos se luo odottamattomia veroja. Yhdysvaltain sisäisen verolain mukaan voit käyttää toteutuneita tappioitasi (kaikki arvon aleneminen, jonka lukitset myymällä osakkeitasi) jopa 3 000 dollarin tavanomaisten tulojen tasaamiseen.¹² Oletetaan, että ostit 200 Coca-Cola-osaketta tammikuussa 2000 60 dollarilla osakkeelta – kokonaissijoitus 12 000 dollaria. Vuoden 2002 loppuun mennessä osake oli pudonnut 44 dollariin osakkeelta tai 8 800 dollariin osakkeeltasi – 3 200 dollarin tappio.

Olisit voinut tehdä sen, mitä useimmat ihmiset tekevät – joko valittaa menetyksestäsi tai lakaista se maton alle ja teeskennellä, ettei sitä koskaan tapahtunut. Tai olisit voinut ottaa hallinnan. Ennen vuoden 2002 loppua olisit voinut myydä kaikki Coke-osakkeesi ja lukita 3 200 dollarin tappion. Sitten, kun olet odottanut 31 päivää IRS:n sääntöjen noudattamiseksi, ostat 200 Cokea uudelleen. Tulos: Voisit vähentää verotettavaa tuloasi 3 000 dollarilla vuonna 2002, ja voit käyttää jäljellä olevat 200 dollarin tappiot tulojesi korvaamiseen vuonna 2003. Ja mikä parasta, omistaisit edelleen yrityksen, jonka tulevaisuuteen uskot – mutta nyt omistaisit sen lähes kolmanneksen halvemmalla kuin maksoit ensimmäisen kerran.¹³

Kun Uncle Sam tukee tappioitasi, voi olla järkevää myydä ja lukita tappio. Jos setä Sam haluaa saada Mr. Marketin näyttämään loogiselta verrattuna, ketä me olemme valittamaan?

12 Liittovaltion verolaki muuttuu jatkuvasti. Tässä annettu esimerkki Coca-Cola-osakkeesta on voimassa vuoden 2003 alussa voimassa olevan Yhdysvaltain verolain säännösten mukaisesti.

13 Tässä esimerkissä oletetaan, että sijoittajalla ei ollut realisoituneita myyntivoittoja vuonna 2002 eikä hän sijoittanut uudelleen koksini osinkoja. Veronvaihtoja ei pidä tehdä kevyesti, koska ne voidaan käsitellä helposti väärin. Ennen kuin teet veronvaihtoja, lue IRS-julkaisu 550 (www.irs.gov/pub/irspdf/p550.pdf). Hyvä opas sijoitusverojen hallintaan on Robert N. Gordon ja Jan M. Rosen, *Wall Street Secrets for Tax-Efficient Investing* (Bloomberg Press, Princeton, New Jersey, 2001). Lopuksi, ennen kuin painat liipaisinta, ota yhteyttä ammattimaiseen veroneuvojaan.

SIJOITUSOMISTAJAN SOPIMUS

Minä, _____, täten totean, että olen sijoittaja, joka pyrkii keräämään varallisuutta moniksi vuosiksi tulevaisuuteen.

Tiedän, että tulee monta kertaa kiusaus sijoittaa osakkeisiin tai joukkovelkakirjoihin, koska niiden hinnat ovat nousseet (tai "nousevat"), ja toisinaan tunnen houkutuksen myydä sijoitukseni, koska ne ovat menneet. (tai "menossa") alas.

Ilmoitan täten kieltäytyväni antamasta tuntemattomia ihmisiä tehdä taloudellisia päätöksiä puolestani. Lupaen lisäksi juhlallisesti, etten koskaan sijoita, koska osakemarkkinat ovat nousseet, enkä koskaan myy, koska ne ovat laskeneet. Sen sijaan sijoitan _____.00 \$ kuukaudessa, joka kuukausi automaattisen sijoitus suunnitelman tai "dollarikustannusten keskiarvoohjelman" kautta seuraaviin sijoitusrahastoihin tai hajautettuihin salkkuihin:

_____,
_____,
_____.

Sijoitan myös lisäsummia aina kun minulla on varaa säästää käteistä (ja hänellä on varaa menettää se lyhyellä aikavälillä).

Vakuutan täten, että pidän kutakin näistä sijoituksista jatkuvasti vähintään seuraavan päivämäärän ajan (jonka on oltava vähintään 10 vuotta tämän yhteydenoton jälkeen):

_____, 20___. Ainoat tämän sopimuksen ehtojen sallimat salkut pakottava käteisen tarve, kuten terveydenhuollon hätä tai työpaikan menetys, tai suunniteltu meno, kuten asumismaksu tai lukukausimaksu.

Allekirjoittamalla alla ilmoitan aikomukseni paitsi noudattaa tämän sopimuksen ehtoja, myös lukea tämä asiakirja uudelleen aina, kun minulla on houkutus myydä sijoitukseni.

Tämä sopimus on voimassa vain, jos sen on allekirjoittanut vähintään yksi todistaja, ja sen tulee olla säilytettävä turvallisessa paikassa, joka on helposti saatavilla tulevaa tarvetta varten.

Allekirjoitettu:

Päivämäärä:

_____,

20__

Todistaja:

LUKU 9

Sijoittaminen sijoitusrahastoihin

Yksi puolustavalle sijoittajalle avoin tapa on sijoittaa rahansa sijoitusyhtiöiden osakkeiksi. Ne, jotka haltija voi lunastaa pyynnöstä nettovarallisuuden arvoon, tunnetaan yleisesti nimellä "sijoitusrahastot" (tai "avoimet rahastot"). Suurin osa heistä myy aktiivisesti lisäosakkeita myyntimiesjoukon kautta. Niitä, joilla on ei-lunastettavissa olevia osakkeita, kutsutaan "suljetuiksi" yhtiöiksi tai rahastoiksi; niiden osakkeiden määrä pysyy suhteellisen vakiona. Kaikki merkitykselliset rahastot on rekisteröity Securities & Exchange Commissionin (SEC) toimesta, ja ne ovat sen säännösten ja valvonnan alaisia.* Ala on erittäin laaja. Vuoden 1970 lopussa

SEC:ssä oli rekisteröity 383 rahastoa, joiden varat olivat yhteensä 54,6 miljardia dollaria. Näistä 356 yrityksestä, joiden arvo oli 50,6 miljardia dollaria, oli sijoitusrahastoja, ja 27 yritystä, joiden arvo oli 4,0 miljardia dollaria, oli suljettuja.†

Rahastojen luokitteluun on erilaisia tapoja. Yksi niistä on salkun laaja jako; ne ovat "tasapainotettuja rahastoja", jos niillä on merkittävä (yleensä noin kolmasosa) joukkovelkakirjalainoista, tai "osakerahastoja", jos niiden omistukset ovat lähes kaikki kantaosakkeita. (Tässä on joitain muita lajikkeita, kuten "korkorahastot", "hedge

* On liittovaltion lain vastaista, että avoin sijoitusrahasto, suljettu rahasto tai pörssilistattu rahasto myy osakkeita yleisölle, ellei se ole "rekisteröitynyt" (tai tehnyt pakollisia rahoitusilmoituksia) SEC:lle. . † Rahastoala on muuttunut "erittäin suuresta" valtavaksi. Vuoden 2002 lopussa oli 8 279 sijoitusrahastoa, joiden hallussa oli 6,56 biljoonaa dollaria; 514 suljettua rahastoa, joiden varat ovat 149,6 miljardia dollaria; ja 116 pörssikaupparahastoa tai ETF:ää 109,7 miljardilla dollarilla. Nämä luvut eivät sisällä sellaisia rahastomaisia sijoituksia kuin muuttuvat annuiteetit ja sijoitusrahastot.

rahastot", "kirjainpankkirahastot" jne.)* Toinen on niiden tavoitteiden, kuten niiden ensisijaisena tavoitteena on tulojen, hintavakauden tai pääoman arvon nousu ("kasvu"). Toinen ero on niiden myyntitapa.

"Lataa varoja" lisää myyntikuluja (yleensä noin 9 % varoista arvo vähimmäisostoissa) arvoon ennen maksua. 1 Muut, tunnetaan "no-load"-varoina, älä peri tällaista maksua; johto tyytyy tavanomaisiin pääoman käsittelyn sijoitusneuvojan palkkioihin. Koska he eivät voi maksaa

myyntipalkkioita,

no-load-rahastojen koko on yleensä matalalla puolella.† *Suljettujen* rahastojen osto- ja myyntihintoja ei ole vahvistettu.

yrietykset, mutta vaihtelevat avoimilla markkinoilla tavalliseen tapaan yritysten osakkeet.

Suurin osa yrityksistä toimii erityissäännösten mukaisesti tuloverolaki, jonka tarkoituksena on vapauttaa osakkeenomistajat kaksinkertaiselta ansioidensa verotusta. Itse asiassa rahastojen on maksettava käytännössä kaikki tavalliset tulonsa eli osingot ja korot

saatu, vähennettynä kuluilla. Lisäksi he voivat maksaa toteutumansa sijoitusten myynnistä saadut pitkän aikavälin voitot – "pääomavoittojen osinkoina" – joita osakkeenomistaja kohtelee ikään kuin ne olivat hänen omia turvatulojaan. (Tässä on toinen vaihtoehto, joka jätämme pois sotkun välttämiseksi.)‡ Lähes kaikilla rahastoilla on vain yksi luokka

* Luettelot tärkeimmistä sijoitusrahastotyypeistä löytyvät osoitteesta www.ici.org/pdf/g2understanding.pdf ja <http://news.morningstar.com/fundReturns/CategoryReturns.html>. Letter-stock-rahastoja ei enää ole olemassa, kun taas hedge-rahastoja SEC:n säännöt kieltävät yleensä myymästä osakkeita millekään sijoittajalle joiden vuositulot ovat alle 200 000 dollaria tai joiden nettovarallisuus on alle 1 dollarin miljoonaa.

† Nykyään osakerahaston myyntikuorma on yleensä noin 5,75 %.

Jos sijoitat 10 000 dollaria rahastoon, jonka myyntikuorma on tasainen 5,75 %, 575 dollaria menee henkilölle (ja välitysyriitys), joka myi sen sinulle jättäen sinulle alkukirjaimen nettosijoitus 9 425 dollaria. 575 dollarin myyntimaksu on itse asiassa 6,1 % siitä summa, minkä vuoksi Graham kutsuu vakiolaskentatapaa veloittaa "myyntitemppu". 1980-luvulta lähtien no-load-rahastoista on tullut suosittuja, eivätkä ne enää yleensä ole pienempiä kuin latausrahastot.

‡ Lähes jokaista sijoitusrahastoa verotetaan nykyään "säänneltynä sijoitusyhtiönä", tai RIC, joka on vapautettu yhtiöverosta niin kauan kuin se maksaa käytännössä kaikki tulonsa osakkeenomistajilleen. "Vaihtoehdossa" se

turvallisuudesta erinomaista. Uusi ryppy, joka esiteltiin vuonna 1967, jakaa kirjaaminen ensisijaiseksi emissioksi, joka saa kaikki tavalliset tulot ja pääomaemissio tai kantaosakkeet, jotka tulevat voimaan saada kaikki voitot arvopaperimyynnistä. (Näitä kutsutaan "kaksikäyttörahasitoiksi".)*

Monet yritykset, jotka ilmoittavat ensisijaisesti päämääränsä olevan pääoma voitot keskittyvät niin kutsuttujen "kasvuosakkeiden" ostamiseen, ja heidän nimessään on usein sana "kasvu". Jotkut ovat erikoistuneet tietylle alueelle, kuten kemikaaleihin, lentoliikenteeseen, ulkomaille sijoitukset; tämä mainitaan yleensä niiden otsikoissa.

Sijoittaja, joka haluaa tehdä älykkään sitoumuksen rahasto-osuuksilla on siis laaja ja jokseenkin hämmäntävä valikoima valintoja hänen edessään – ei liian erilaisia kuin suoraan tarjotut investointi. Tässä luvussa käsittelemme joitain tärkeitä kysymyksiä, kuten:

1. Onko olemassa mitään keinoa, jolla sijoittaja voi varmistua? keskimääräistä parempia tuloksia valitsemalla oikeat rahastot? (Kysymys: Entä "tuottorahastot"?)+

2. Jos ei, kuinka hän voi välttää valitsemasta varoja, jotka antavat hänelle keskimääräistä huonommat tulokset?

3. Osaako hän tehdä älykkäitä valintoja erilaisten välillä rahastot – esim. tasapainotettu vs. kaikki osakkeet, avoin vs. suljettu pää, kuormitus vs. no-load?

Graham jättää mainitsematta "järjen välttämiseksi", rahasto voi pyytää SEC:ltä erityislupaa jakaa yhden omistusosuuksistaan suoraan rahaston osakkeenomistajille – kuten hänen Graham-Newman Corp. teki vuonna 1948 jakamalla GEICO:n osakkeita.

Graham-Newmanin omat sijoittajat. Tällainen jakelu on poikkeuksellisen harvinaista.

* Kaksikäyttöiset rahastot, jotka olivat suosittuja 1980-luvun lopulla, ovat käytännössä kadonneet markkinoilta – sääli, koska ne tarjosivat sijoittajille enemmän joustava tapa hyödyntää Johnin kaltaisten loistavien osakepöimijien taitoja Neff. Ehkä viimeaikaiset karhumarkkinat johtavat tämän renessanssiin houkutteleva sijoitusväline.

+ "Tuottorahastot" olivat muotia 1960-luvun lopulla. Ne vastasivat 1990-luvun lopun aggressiivisia kasvurahastoja ja palvelivat sijoittajat eivät ole parempia.

Sijoitusrahaston tulos kokonaisuudessaan

Ennen kuin yritämme vastata näihin kysymyksiin, meidän pitäisi sanoa jotain koko rahastoalan kehityksestä. Onko se tehnyt hyvää työtä osakkeenomistajilleen? Miten rahastosijoittajat ovat yleisimmin pärjänneet suoraan sijoituksensa tekejiin verrattuna? Olemme melko varmoja, että varat ovat yhdessä palvelleet hyödyllistä tarkoitusta. He ovat edistäneet hyviä säästämisen ja sijoittamisen tapoja; he ovat suojelleet vähemmän ihmisiä kalliilta virheiltä osakemarkkinoilla; ne ovat tuoneet osallistujilleen tuloja ja voittoja, jotka ovat oikeassa suhteessa kantaosakkeiden kokonaistuottoon. Vertailemalla vaarantaisimme arvauksen, että keskivertohenkilöllä, joka on sijoittanut rahansa yksinomaan sijoitusrahasto-osuuksiin viimeisen kymmenen vuoden aikana, on mennyt paremmin kuin tavallisella henkilöllä, joka teki osakeostonsa suoraan.

Viimeinen kohta on luultavasti totta, vaikka rahastojen todellinen tuotto ei näytä olevan parempi kuin yleisillä osakkeilla kokonaisuudessaan, ja vaikka sijoitusrahastosijoittamisen kustannukset olisivat saattaneet olla suuremmat kuin suorien ostojen. . Keskivertohenkilön todellinen valinta ei ole ollut tasapainoisen osakesalkun rakentaminen ja hankkiminen tai saman asian tekeminen, hieman kalliimmin, rahastoihin ostamalla. Todennäköisemmin hänen valintansa on ollut alistua toisaalta ovikelloa soittavan sijoitusrahastomyyjän juoniin ja vastustaa sitä, että hän alistuisi vieläkin viisaammille ja paljon vaarallisemmille toisen ja kolmannen luokan uusien tarjousten kauppiaille. Emme voi olla ajattelematta myös sitä, että keskivertohenkilö, joka avaa välitystilin ajatuksena tehdä konservatiivisia osakesijoituksia, joutuu todennäköisesti epäsuotuisten vaikutusten kimppuun keinottelun ja spekulatiivisten tappioiden suuntaan. näiden kiusausten pitäisi olla paljon pienempiä sijoitusrahaston ostajalle.

Mutta miten sijoitusrahastot ovat menestyneet yleisiin markkinoihin verrattuna? Tämä on hieman kiistanalainen aihe, mutta yritämme käsitellä sitä yksinkertaisella mutta riittävällä tavalla. Taulukossa 9-1 on laskennallisia tuloksia vuosilta 1961–1970 kymmenestä suurimmasta osakerahastostamme vuoden 1970 lopussa, mutta jokaisesta hallinnointiryhmästä valitaan vain suurin. Se tekee yhteenvedon kunkin rahaston kokonaistuotosta vuosilta 1961–1965, 1966–1970 ja yksittäisiltä vuosilt

1969 ja 1970. Annamme myös keskimääräiset tulokset kunkin kymmenen rahaston yhden osuuden summan perusteella. Näiden yritysten yhteenlaskettu omaisuus oli yli 15 miljardia dollaria vuoden 1969 lopussa, eli noin kolmasosa kaikista osakerahastoista. Siksi niiden pitäisi edustaa melkoisesti koko alaa. (Teoriassa tässä luettelossa pitäisi olla harhaa toimialaa paremman suoriutumiskyvyn puolella, koska näillä paremmilla yrityksillä olisi pitänyt olla oikeus nopeampaan laajentumiseen kuin muut; mutta käytännössä näin ei välttämättä

Tästä taulukosta voi kerätä mielenkiintoisia faktoja. Ensinnäkin havaitsemme, että näiden kymmenen rahaston kokonaistulokset vuosina 1961–1970 eivät eronneet merkittävästi Standard & Poor's 500 -osakkeen yhdistelmäkeskiarvosta (tai S & P 425 -teollisuusosakkeen keski-iästä). Mutta ne olivat ehdottomasti parempia kuin DJIA:n. (Tämä herättää kiehtovan kysymyksen siitä, miksi DJIA:n 30 jättiläistä menestyivät huomattavasti paremmin kuin Standard & Poor'sin käyttämä paljon lukuisempi ja ilmeisesti melko sekalainen lista.)* Toinen huomio on, että rahastojen kokonaistuotto verrattuna S & Poor'sin P-indeksi on parantunut jonkin verran viimeisen viiden vuoden aikana verrattuna viiteen edelliseen vuoteen. Rahastojen voitto oli hieman S&P:tä pienempi vuosina 1961–1965 ja hieman korkeampi kuin S&P:n vuosina 1966–1970. Kolmas seikka on se, että yksittäisten rahastojen tulosten välillä on suuria eroja.

Emme usko, että sijoitusrahastoalaa voidaan arvostella siitä, ettei se menesty paremmin kuin markkinat kokonaisuudessaan. Niiden johtajat ja ammattikilpailijat hallinnoivat niin suurta osaa kaikista markkinakelpoisista kantaosakkeista, että sen, mitä tapahtuu markkinoille kokonaisuutena, täytyy välttämättä tapahtua (suunnilleen) heidän varojensa summalle. (Huomaa, että vakuutettujen liikepankkien sijoitusomaisuus sisälsi 181 miljardia dollaria kantaosakkeita vuoden 1969 lopussa; jos tähän lisätään sijoitusneuvojen hoitamien tilien kantaosakkeet sekä 56 miljardia dollaria sijoitusrahastoja ja vastaavia rahastoja, on pääteltävä että näiden ammattilaisten yhteiset päätökset määräävät melko hyvin osakekeskiarvojen liikkeet ja että

* Dow'n ja S & P 500:n tuotto voi jopa 10 vuoden ajanjaksolla poiketa melko suurista marginaaleista. Tyypillisen sijoittajan elinkaaren aikana – vaikkapa 25–50 vuoden – niiden tuotot ovat kuitenkin pyrkineet lähentymään melko läheisesti.

osakkeiden keskiarvojen liike määrittää melko hyvin rahastojen kokonaistuloksen.)

Onko olemassa keskimääräistä parempia rahastoja ja voiko sijoittaja valita ne saadakseen itselleen parempia tuloksia? Ilmeisesti kaikki sijoittajat eivät voi tehdä tätä, koska siinä tapauksessa olisimme pian takaisin lähtöpisteessämme, eikä kukaan pärjäisi paremmin kuin kukaan muu. Tarkastellaanpa kysymystä ensin yksinkertaistetulla tavalla. Miksi sijoittaja ei saisi ottaa selvää, mikä rahasto on näyttänyt erän parhaiten riittävän pitkän ajanjakson aikana, olettaa tästä, että sen johto on kyvykkäin ja pärjää siten keskimääräistä paremmin jatkossa, ja laittaa rahansa siihen rahastoon? Tämä ajatus vaikuttaa käytännölliseltä, koska sijoitusrahastojen tapauksessa hän voisi hankkia tämän "voimakkaimman hallinnoinnin" maksamatta siitä erityistä palkkiota muihin rahastoihin verrattuna. (Sitä vastoin ei-sijoitusyhtiöiden joukossa parhaiten johdetut yritykset myyvät vastaavasti korkein hinnoin suhteessa senhetkisiin tuloihin ja varoihin.)

Todisteet tästä asiasta ovat olleet ristiriitaisia vuosien ajan. Mutta kymmenen suurinta rahastoa kattava taulukko 9-1 osoittaa, että viiden parhaan 1961–1965 esittäjän tulokset säilyivät *kokonaisuudessaan* vuosille 1966–1970, vaikka kaksi tästä sarjasta ei menestynyt yhtä hyvin kuin kaksi muut viisi. Tutkimuksemme osoittavat, että sijoitusrahasto-osuuksiin sijoittaja voi oikein harkita vertailukelpoista tuottoa menneisyydessä, esimerkiksi vähintään viiden vuoden ajalta, *mikäli* tiedot eivät edusta suurta nettoliikettä ylöspäin koko markkinoilla. Jälkimmäisessä tapauksessa hämmästyttävän suotuisia tuloksia voidaan saavuttaa epätavallisilla tavoilla – kuten seuraavassa "suorituskykyrahastoja" käsittelevässä osiossa osoitetaan. Sellaiset tulokset sinänsä voivat viitata vain siihen, että rahastonhoitajat ottavat kohtuuttomia spekulatiivisia riskejä ja selviävät *toistaiseksi niistä*.

"Suorituskykyrahastot".

Yksi viime vuosien uusista ilmiöistä oli "suorituskyvyn" kultin ilmaantuminen sijoitusrahastojen (ja jopa monien sijoitusrahastojen) hallintointiin. Meidän on aloitettava tämä osio tärkeällä vastuuvapauslausekkeella, että se ei koske suurinta osaa vakiintuneista rahastoista, vaan vain suhteellisen pienestä

alan osa, joka on herättänyt suhteettoman paljon huomiota. Tarina on riittävän yksinkertainen. Jotkut vastuuhenkilöistä pyrkivät saavuttamaan paljon keskimääristä (tai DJIA) parempia tuloksia.

He onnistuivat tässä jonkin aikaa, keräten huomattavaa julkisuutta ja lisärahoitusta hallintaan. Tavoite oli riittävän oikeutettu; valitettavasti näyttää siltä, että todella isojen varojen sijoittamisen yhteydessä tavoitetta ei voida saavuttaa ilman suuria riskejä. Ja suhteellisen lyhyessä ajassa riskit tulivat kotiin.

Useat "suorituskyky"-ilmiöön liittyvistä olosuhteista aiheuttivat pahaenteistä päänpuistelua niille meistä, joiden kokemus ulottuu kauas - jopa 1920-luvulle - ja joiden näkemyksiä juuri tästä syystä pidettiin vanhanaikaisina ja merkityksettöminä tämän (toisen) "Uusi aikakausi." Ensinnäkin, ja juuri tässä kohtaa, melkein kaikki nämä loistavat esiintyjät olivat nuoria miehiä - kolmekymppisiä ja nelikymppisiä -, joiden välitön taloudellinen kokemus rajoittui vuosien 1948-1968 jatkuviin härkämarkkinoihin. Toiseksi, he toimivat usein ikään kuin "terve sijoituksen" määritelmä olisi osake, jonka markkinoilla todennäköisesti on hyvä nousu muutaman seuraavan kuukauden aikana. Tämä johti suuriin sitoumuksiin uudemmissa yrityksissä hinnoilla, jotka olivat täysin suhteettomia niiden varoihin tai kirjattuihin tuloihin nähden. Ne voisi olla "oikeutettuja" vain yhdistämällä naiivi toivo näiden yritysten tulevaisuuden saavutuksiin ja näennäinen älykkyys tietämättömän ja ahneen yleisön spekulatiivisen innostuksen hyödyntämisessä.

Tässä osiossa ei mainita ihmisten nimiä. Mutta meillä on täysi syy antaa konkreettisia esimerkkejä yrityksistä. Suurin yleisön silmissä "suorituskykyrahasto" oli epäilemättä Manhattan Fund, Inc., joka perustettiin vuoden 1965 lopussa. Sen ensimmäinen tarjous oli 27 miljoonaa osaketta hintaan 9,25-10 dollaria osakkeelta. Yhtiö aloitti 247 miljoonan dollarin pääomalla. Sen painopiste oli tietysti pääomavoitoissa. Suurin osa sen varoista sijoitettiin emissioihin, joissa myytiin nykyisten tuottojen korkeita kertoimia, ei maksettu osinkoja (tai hyvin pieniä) ja joilla oli laaja spekulatiivinen seuraaja ja näyttäviä hintamuutoksia. Rahaston kokonaisvoitto oli 38,6 prosenttia vuonna 1967, kun S & P -yhdistelmäindeksi nousi 11 prosenttia. Mutta sen jälkeen sen suorituskyky jätti paljon toivomisen varaa, kuten taulukosta 9-2

TAULUKKO 9-2 A Kehitysrahaston salkku ja tuotto

(Lager Holdings of Manhattan Fund, 31. joulukuuta 1969)

Osakkeet				Markkinoida	
Hallittu		Ansaittu osinko 1969		Arvo	
(tuhansien) numero		Hinta	1969		(miljoonia)
60	Teleprompteri	99	0,99 \$	ei mitään	6,0 dollaria
190	Deltona Fedders	601	2,32	ei mitään	11.5
280	Horizon Corp.	ȳ2 34	1,28	0,35 dollaria	9.5
105		531	2,68	ei mitään	5.6
150	Rouse Co.	ȳ2 34	,07	ei mitään	5.1
130	Mattel Inc.	641	1,11	.20	8.4
120	Polaroid	ȳ4 125	1,90	.32	15.0
244a	Nat'l Student Mkt'g Telex	281	,32	ei mitään	6.1
56	Corp.	ȳ2	,68	ei mitään	5.0
100	Bausch & Lomb Four	901	1,92	.80	7.8
190	Seasons Nursing Int. Bussi.	ȳ2	,80	ei mitään	12.3b
20	Koneet Nat'l Kassakone	773 ȳ4	8,21	3,60	7.3
41,5	Saxon Ind.	66 365	1,95	1,20	6.7
100		160 109	3,81	ei mitään	10.9
105	Career Academy King	50 28	,43	ei mitään	5.3
285	Resources		,69	ei mitään	8.1
130,6 dollaria					
Muut kantaosakkeet 93.8					
Muut omistukset 19.6					
Investoinnit yhteensä c \$244.0					

a 2-1-jaon jälkeen.

b Myös 1,1 miljoonan dollarin osakkeet.

c Ilman käteisvaroja.

Vuotuinen suorituskyky verrattuna S & P Composite -indeksiin

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Manhattan Fund	- 6 %	+38,6 %	- 7,3 %	-13,3 %	-36,9 %	+ 9,6 %
S & P Composite	-10,1 %	+23,0 %	+10,4 %	- 8,3 %	+ 3,5 %	+13,5 %

Manhattan Fundin salkku vuoden 1969 lopussa oli lievästi sanottuna epätavallista. On poikkeuksellinen tosiasia, että kaksi sen suurimmat sijoitukset olivat konkurssiin hakeneisiin yrityksiin kuuden kuukauden kuluessa sen jälkeen, ja kolmasosa kohtasi velkojen kanteita 1971. Toinen poikkeuksellinen tosiasia on, että osakkeet vähintään yhdestä näitä tuhoon tuomittuja yrityksiä ei ostettu vain investoinneilla rahastoista, vaan yliopistojen lahjoitusrahastoista, luottamusosastoista suurista pankeista ja vastaavista.* Kolmas poikkeuksellinen tosiasia oli, että Manhattan Fundin perustaja-johtaja myi omansa osakkeita erikseen organisoidussa rahastoyhtiössä toiselle suuri huoli yli 20 miljoonan dollarin osakkeistaan; tuolloin myydyllä hallinnointiyhtiöllä oli alle miljoona dollaria omaisuutta. Tämä on epäilemättä yksi kaikkien aikojen suurimmista eroista tulokset "johtajalle" ja "johtajille".

Vuoden 1969 lopulla julkaistu kirja² tarjosi profiilit yhdeksästä teini-ikäisestä miehestä, "jotka ovat huippuja vaativassa pelissä hallita miljardeja dollareita muiden ihmisten rahoja". Yhteenveto kertoi meille edelleen, että "he ovat nuoria . . . jotkut tienaa yli miljoona dollaria vuodessa... he ovat uusi taloudellinen rotu... heillä kaikilla on a täydellinen kiehtovuus markkinoista... ja mahtava taito keksimässä voittajia." Varsin hyvän käsityksen tämän huippuryhmän saavutuksista saa tarkastelemalla heidän hallinnoimiensa rahastojen julkaistuja tuloksia. Tällaisia tuloksia on saatavilla rahastoille, joita ohjaa kaksitoista kohdassa kuvatuista yhdeksästätoista henkilöstä *Rahanhoidajat*. Tyypillisesti he esiintyivät hyvin 1966 ja loistavasti vuonna 1967. Vuonna 1968 heidän esiintymisensä oli vielä kokonaisuutena hyvä, mutta yksittäisten rahastojen osalta vaihteleva. Vuonna 1969 he kaikki hävisivät, ja vain yksi onnistui pärjäämään hieman paremmin kuin S & P -yhdistelmäindeksi. Vuonna 1970 heidän suorituskykynsä oli vielä huonompi kuin vuonna 1969.

* Yksi "tuomiolle tuomituista yrityksistä", johon Graham viittaa, oli National Student Marketing Corp., osakkeeksi naamioitunut huijauspeli, jonka tarina oli kerrottiin loistavasti Andrew Tobiaksen elokuvassa *The Funny Money Game* (Playboy Press, New York, 1971). Niistä oletettavasti kehittyneistä sijoittajista, jotka olivat NSM:n karismaattisen perustajan Cort Randellin snookerina olivat Cornellin ja Harvardin rahastot sekä arvostettujen pankkien, kuten Morgan Guaranty ja Bankers Trust, sijoitusosastot.

Olemme esittäneet tämän kuvan osoittaaksemme moraalin, jonka ehkä parhaiten ilmaisee vanha ranskalainen sananlasku: *Plus ça change, plus c'est la même chose*. Valoisat, energiset ihmiset – yleensä melko nuoret – ovat ikimuistoisista ajoista lähtien luvanneet tehdä ihmeitä "muiden rahoilla". He ovat yleensä pystyneet tekemään sen jonkin aikaa – tai ainakin näyttämään tehneen sen – ja he ovat väistämättä tuoneet lopulta tappioita yleisölleen.* Noin puoli vuosisataa sitten "ihmeisiin" liittyi usein räikeitä manipulointi, harhaanjohtava yritysraportointi, törkeät pääomarakenteet ja muut puolipetolliset rahoituskäytännöt. Kaikki tämä sai aikaan SEC:n monimutkaisen rahoitusvalvontajärjestelmän sekä suuren yleisön varovaisen asenteen kantaosakkeita kohtaan. Uusien "rahahoitajien" toiminta vuosina 1965–1969 tuli hieman yli yhden täyden sukupolven vuosien 1926–1929 huhujen jälkeen.† Vuoden 1929 romahduksen jälkeen kiellettyihin erityisiin väärinkäytöksiin ei enää turvauduttu – niihin liittyi riski vankeusrangaistuksia. Mutta monissa Wall Streetin kulmissa ne korvattiin uudemmillä laitteilla ja temppuilla, jotka tuottivat lopulta hyvin samanlaisia tuloksia. Suora hintojen manipulointi katosi, mutta oli monia muita tapoja kiinnittää herkkäuskoisen yleisön huomio voittomahdollisuuksiin "kuumissa" asioissa. "Kirjavaraston"3 lohkoja voitiin ostaa selvästi alle noteeratun markkinahinnan, jos niiden myyntiä koskevat julkistamattomat rajoitukset. ne voitiin heti kantaa raporteissa täydellä markkina-arvolla osoittaen ihanaa

* Ainoastaan uusimpana todisteena siitä, että "mitä enemmän asiat muuttuvat, sitä enemmän ne pysyvät samoina", ota huomioon, että Ryan Jacob, 29-vuotias poikaihme, käynnisti Jacob Internet Fundin vuoden 1999 lopussa tuotettuaan 216:n. % tuotto edellisessä dot-com-rahastossaan. Sijoittajat sijoittivat Jacobin rahastoon lähes 300 miljoonaa dollaria vuoden 2000 ensimmäisten viikkojen aikana. Sen jälkeen se menetti 79,1 % vuonna 2000, 56,4 % vuonna 2001 ja 13 % vuonna 2002 – kumulatiivinen romahdus oli 92 %. Tuo tappio on saattanut tehdä herra Jacobin sijoittajista vieläkin vanhempia ja viisaampia kuin se teki hänestä.

† Kiehtovaa on, että vuosien 1999–2002 tuhoisa nousukausi ja romahdus tuli myös noin 35 vuotta edellisen hulluuden syklin jälkeen. Ehkä kestää noin 35 vuotta, ennen kuin sijoittajista, jotka muistavat viimeisen "uuden talouden" villityksen, tulee vähemmän vaikutusvaltaa kuin niillä, jotka eivät muista. Jos tämä intuitio pitää paikkansa, älykkään sijoittajan tulee olla erityisen valppaana vuoden 2030 tienoilla.