

koe. On vuoden 1989 loppu, ja sinä olet japanilainen. Tässä faktat:

- Viimeisten 10 vuoden aikana osakemarkkinasi ovat nousseet vuosittain keskimäärin 21,2 %, mikä on selvästi enemmän kuin Yhdysvaltojen 17,5 %:n vuotuinen nousu.
- Japanilaiset yritykset ostavat kaikkea Yhdysvalloista Pebble Beachin golfkentältä Rockefeller Centeriin; sillä välin amerikkalaiset yritykset, kuten Drexel Burnham Lambert, Financial Corp. of America ja Texaco, ovat menossa konkurssiin. • Yhdysvaltain korkean teknologian teollisuus on kuolemassa. Japani kukoistaa.

Vuonna 1989, nousevan auringon maassa, voi vain todeta, että Japanin ulkopuolelle sijoittaminen on typerin idea sitten sushi-automaattien. Luonnollisesti sijoitat kaikki rahasi japanilaisiin osakkeisiin.

Lopputulos? Seuraavan vuosikymmenen aikana menetät noin kaksi kolmasosaa rahoistasi.

Oppitunti? Kyse ei ole siitä, että sinun ei pitäisi koskaan sijoittaa ulkomaisille markkinoille, kuten Japaniin; se, että japanilaisten ei olisi koskaan pitänyt pitää kaikkia rahojaan kotona. Eikä sinunkaan pitäisi. Jos asut Yhdysvalloissa, työskentelet Yhdysvalloissa ja saat palkan Yhdysvaltain dollareina, teet jo monikerroksisen vedon Yhdysvaltain taloudesta. Varovaisuuden vuoksi sinun tulee sijoittaa osa sijoitusalkustasi muualle – yksinkertaisesti siksi, että kukaan, missään, ei voi koskaan tietää, mitä tulevaisuus tuo tullessaan kotimaassa tai ulkomailla. Jopa kolmasosan osakerahoistasi sijoittaminen ulkomaisiin osakkeisiin (mukaan lukien kehittyvien markkinoiden) sijoitusrahastoihin auttaa suojaamaan riskiltä, että oma takapihamme ei välttämättä ole aina maailman paras sijoituspaikka.

LUKU 8

Sijoittaja ja markkinoiden vaihtelut

Siltä osin kuin sijoittajan varat on sijoitettu korkealuokkaisiin joukkovelkakirjoihin, joiden maturiteetti on suhteellisen lyhyt – esimerkiksi seitsemän vuoden tai sitä lyhyempi –, markkinahintojen muutokset eivät vaikuta häneen merkittävästi, eikä hänen tarvitse ottaa niitä huomioon. (Tämä koskee myös hänen omistamiaan yhdysvaltalaisia säästöobligatioita, jotka hän voi aina palauttaa omakustannushintaansa tai sitä korkeammalla.) Hänen pitempiaikaisissa joukkovelkakirjoissaan voi olla suhteellisen suuria hintavaihteluja elinaikanaan, ja hänen osakesalkkunsaa on lähes varma. arvon vaihtelu useiden vuosien aikana.

Sijoittajan tulee tietää näistä mahdollisuuksista ja olla niihin varautunut sekä taloudellisesti että henkisesti. Hän haluaa hyötyä markkinoiden tason muutoksista – varmasti osakkeidensa arvon nousun kautta ajan kuluessa ja ehkä myös ostamalla ja myymällä edulliseen hintaan. Tämä hänen intressinsä on väistämätön ja riittävän oikeutettu. Mutta siihen liittyy erittäin todellinen vaara, että se johtaa hänet spekulatiivisiin asenteisiin ja toimintaan. Meidän on helppo sanoa, että älä spekuloi; sinun on vaikea noudattaa tätä neuvoa. Toistakaamme se, mitä sanoimme alussa: Jos haluat spekuloida, tee se silmäsi auki tietäen, että todennäköisesti menetät rahaa lopulta; muista rajoittaa riskin määrää ja erottaa se kokonaan sijoitusohjelmastasi.

Käsitlemme ensin tärkeämpää aihetta kantaosakkeiden hintamuutoksista ja siirrymme myöhemmin joukkovelkakirjalainoihin. Luvussa 3 toimitimme historiallisen katsauksen osakemarkkinoiden toiminnasta viimeisen sadan vuoden ajalta. Tässä osiossa palaamme aika ajoin tähän materiaaliin nähdäksemme, mitä menneisyys lupaa sijoittajalle – joko suhteellisen muuttumattomana pidetyn salkun pitkän aikavälin arvonnousun muodossa.

peräkkäiset nousut ja laskut tai mahdollisuudet ostaa lähellä karhumarkkinoiden alhaisia paikkoja ja myydä ei liian paljon alle härkämarkkinoiden korkeuksia.

Markkinoiden vaihtelut sijoitus päätösten oppaana

Koska kantaosakkeisiin, jopa investointiluokkaan, sovelletaan toistuvia ja suuria vaihteluita hinnoissa, älykäs sijoittajan tulisi olla kiinnostunut hyötymismahdollisuuksista nämä heilurin heilahtelut. On kaksi mahdollista tapaa, joilla hän voi yrittää tehdä tämän: tapa *ajottaa ja hinnoitella*. Ajoitus tarkoittaa pyrkimystä ennakoida toimintaa osakemarkkinat – ostaa tai pitää, kun tulevan kurssin katsotaan olevan ylöspäin, myydä tai olla ostamatta, kun kurssi on laskeva. Hinnoittelulla tarkoitamme pyrkimystä ostaa osakkeita kun ne noteerataan alle niiden käyvän arvon ja myydä ne milloin ne nousevat tämän arvon yläpuolelle. Vähemmän kunnianhimoinen hinnoittelumuoto on yksinkertainen pyrkimys varmistaa, että ostaessasi et maksa liikaa osakkeistasi. Tämä saattaa riittää puolustavalle sijoittajalle, jonka painopiste on long pull holding; mutta sellaisenaan se edustaa olennaista vähimmäishuomiota markkinoiden tasolle.¹

Olemme vakuuttuneita siitä, että älykäs sijoittaja voi saada tyydyttäviä tuloksia kumman tahansa hinnoittelun perusteella. Olemme siitä yhtä varmoja jos hän painottaa ajoitusta, ennustamisen merkityksessä, hän päätyy keinottelijaksi ja keinottelijan rahoitukseen tuloksia. Tämä ero voi tuntua maallikolta melko hauraalta, ja se ei ole yleisesti hyväksytty Wall Streetillä. Mitä tulee asiaan liiketoimintakäytäntö tai kenties perusteellinen vakaumus pörssivälittäjät ja sijoituspalvelut näyttävät olevan naimisissa periaatteen mukaan sekä sijoittajat että keinottelijat kantaosakkeisiin olisi kiinnitettävä erityistä huomiota markkinaennusteisiin.

Mitä kauemmaksi Wall Streetistä pääsee, sitä skeptisempi hän on uskomme, että selviää osakemarkkinoiden ennusteen tai ajoituksen vaatimuksista. Sijoittaja voi tuskin ottaa vakavasti niitä lukemattomia ennusteita, jotka ilmestyvät lähes päivittäin ja ovat hänen puolestaan kysymällä. Silti monissa tapauksissa hän kiinnittää niihin huomiota ja jopa toimii niiden päälle. Miksi? Koska hänet on vakuutettu, että hänen on tärkeää muodostaa mielipide osakkeen tulevasta kurssista

markkinoilla, ja koska hän kokee välitys- tai palveluennusteen olevan vähintään hänen omaansa luotettavampi.*

Meillä ei ole tilaa keskustella yksityiskohtaisesti markkinoiden ennustamisen eduista ja haitoista. Suuri osa aivovoimaa menee tälle alalle, ja epäilemättä *jotkut ihmiset* voivat ansaita rahaa olemalla hyviä osakemarkkinaanalytikoita. Mutta on järjetöntä ajatella, että *suuri yleisö* voi koskaan ansaita rahaa markkinaennusteilla. Sillä kuka ostaa, kun suuri yleisö ryntää tietyllä signaalilla myydäkseen ulos voitolla? Jos sinä, lukija, odotat rikastuvasi vuosien mittaan noudattamalla jotakin järjestelmää tai johtajuutta markkinaennusteissa, sinun täytyy odottaa, että yrität tehdä sen, mihin monet muut tähtäävät, ja pystyväsi siihen paremmin kuin monet kilpailijasi. kaupassa. Ei ole logiikan tai kokemuksen perusteita olettaa, että tyypillinen tai keskivertosijoittaja pystyisi ennakoimaan markkinoiden liikkeitä menestyksekkäämmin kuin suuri yleisö, johon hän itse kuuluu.

"Ajoitus"-filosofiassa on yksi näkökohta, joka näyttää jääneen kaikkien huomaamatta. Ajoitus on erittäin psykologinen merkitys keinottelijalle, koska hän haluaa tehdä voittonsa

* 1990-luvun lopulla "markkinastrategien" ennusteista tuli enemmän vaikutusvaltaa kuin koskaan ennen. Valitettavasti niistä ei tullut tarkempia. 10. maaliskuuta 2000, juuri sinä päivänä, jolloin NASDAQ-yhdistelmäindeksi saavutti kaikkien aikojen ennätyksensä 5048,62, Prudential Securitiesin tekninen pääanalytikko Ralph Acampora sanoi USA Today -lehdelle, että hän odottaa NASDAQin nousevan 6000:een 12-18 kuukauden sisällä. Viisi viikkoa myöhemmin NASDAQ oli jo kutistunut 3 321,29:ään, mutta Donaldson, Lufkin & Jenretten markkinastrategi Thomas Galvin julisti, että "NASDAQissa on vain 200 tai 300 pistettä huonompi ja 2000 pistettä". Kävi ilmi, että ylhäällä ei ollut pisteitä ja yli 2000 alapuolella, kun NASDAQ kaatui, kunnes se lopulta raapsi pohjansa 9. lokakuuta 2002, 1114,11. Maaliskuussa 2001 Abby Joseph Cohen, Goldman, Sachs & Co:n pääsijoitusstrategi, ennusti, että Standard & Poor's 500-osakkeen indeksi päättäisi vuoden 1650:ssa ja että Dow Jones Industrial Average päättäisi vuoden 2001 13 000:een. "Emme odota taantumaa", Cohen sanoi, "ja uskomme, että yritysten voitot kasvavat todennäköisesti lähellä trendikasvua myöhemmin tänä vuonna." Yhdysvaltain talous oli vajoamassa taantumaan, vaikka hän puhui, ja S & P 500 päättyi vuonna 2001 1148,08:aan, kun taas Dow oli 10 021,50:ssa – 30 % ja 23 % ennusteensa alapuolella.

kiire. Hänestä on vastenmielinen ajatus odottaa vuoden ennen kuin hänen osakkeensa nousee. Mutta odotusajalla sinänsä ei ole sijoittajan kannalta merkitystä. Mitä hyötyä hänelle on siitä, että hänen rahojaan ei ole sijoitettu, kunnes hän saa jonkin (oletettavasti) luottamuksen arvoisen signaalin siitä, että on tullut aika ostaa? Hän nauttii eduista vain, jos hän odottaa odottamalla onnistuu ostamaan myöhemmin riittävän *halvemmalla* kompensoimaan menetetyistä osinkotuloistaan. Tämä tarkoittaa sitä, että ajoituksella ei ole todellista arvoa sijoittajalle, ellei se osu samaan aikaan hinnoittelun kanssa – toisin sanoen ellei hän voi ostaa osakkeitaan takaisin huomattavasti aiempaa myyntihintaansa halvemmalla.

Tässä suhteessa kuuluisalla Dow-teorialla ostojen ja myynnin ajoituksesta on ollut epätavallinen historia.* Lyhyesti sanottuna tämä tekniikka ottaa signaalin ostaa osakkeiden keskiarvojen erityisestä "läpimurtosta" ylöspäin ja sen myyntisignaali samanlainen läpimurto alapuolella. Tämän menetelmän käytöstä saadut laskennalliset – eivät välttämättä todelliset – tulokset osoittivat lähes katkeamattoman sarjan voittoja toiminnassa vuodesta 1897 1960-luvun alkuun. Tämän esityksen perusteella Dow-teorian käytännön arvo olisi näyttänyt vahvasti vakiintuneelta; epäily, jos sellainen on, koskisi tämän julkaistun "ennätyksen" luotettavuutta kuvana siitä, mitä Dow'n teoreetikko olisi todella tehnyt markkinoilla.

Lukujen tarkempi tutkiminen osoittaa, että Dow-teorian osoittamien tulosten laatu muuttui radikaalisti vuoden 1938 jälkeen – muutama vuosi sen jälkeen, kun teoriaa alettiin ottaa vakavasti Wall Streetillä. Sen mahtava saavutus oli ollut myyntisignaalin antaminen 306:ssa, noin kuukausi ennen vuoden 1929 romahdusta, ja seuraajiensa pitäminen poissa pitkän karhun markkinoilta, kunnes asiat olivat melko hyvin korjaantuneita, 84:ssä vuonna 1933. Mutta vuodesta 1938 lähtien Dow-teoria toimi pääasiassa ottamalla harjoittajansa ulos melko hyvällä hinnalla, mutta laittamalla heidät sitten takaisin takaisin korkeampaan hintaan. Lähes 30 vuoden ajan sen jälkeen olisi pärjännyt huomattavasti paremmin ostamalla ja pitämällä DJIA.2

Näkemyksemme mukaan tämän ongelman monien tutkimusten perusteella Dow-teorian tulosten muutos ei ole sattumaa. Se osoittaa ennuste- ja kaupankäyntikaavojen luontaisen ominaisuuden liiketoiminnan ja rahoituksen aloilla. Ne kaavat, jotka saavat kannattajia ja

* Katso s. 3.

On tärkeää tehdä niin, koska ne ovat toimineet hyvin tietyn ajanjakson aikana, tai joskus vain siksi, että ne on uskottavasti mukautettu menneisyyden tilastotietoihin. Mutta kun niiden hyväksyntä lisääntyy, niiden luotettavuus yleensä heikkenee. Tämä tapahtuu kahdesta syystä: Ensinnäkin ajan kuluminen tuo uusia olosuhteita, joihin vanha kaava ei enää sovi. Toiseksi osakemarkkina-asioissa kaupankäyntiteorian suosiolla on itsessään vaikutus markkinoiden käyttäytymiseen, mikä heikentää pitkällä aikavälillä sen voittomahdollisuuksia.

(Jonkin Dow-teorian kaltaisen suosio saattaa näyttää luovan oman oikeutuksensa, koska se saisi markkinat etenemään tai laskemaan seuraajiensa toimesta, kun osto- tai myyntisignaali annetaan. Tämän tyyppinen "lemmi". on tietysti paljon enemmän vaara kuin etu julkiselle elinkeinonharjoittajalle.)

Osta-alhainen-myynti-korkea lähestymistapa

Olemme vakuuttuneita siitä, että keskivertosijoittaja ei pysty käsittelemään menestystä täysin hintaliikkeiden kanssa yrittämällä ennustaa niitä. Voiko hän hyötyä niistä sen jälkeen, kun ne on tapahtunut – eli ostamalla jokaisen suuren laskun jälkeen ja myymällä pois jokaisen suuren ennakon jälkeen? Markkinoiden vaihtelut useiden vuosien aikana ennen vuotta 1950 rohkaisivat tätä ajatusta huomattavasti. Itse asiassa klassinen määritelmä "älykkäälle sijoittajalle" oli "joka osti karhumarkkinoilla, kun kaikki muut myivät, ja myi loppuun härkämarkkinoilla, kun kaikki muut ostivat". Jos tarkastelemme kaavioamme I, joka kattaa Standard & Poor'sin yhdistelmäindeksin vaihtelut vuosien 1900 ja 1970 välillä, sekä taulukon 3-1 (s. 66) niitä tukevia lukuja, voimme helposti nähdä, miksi tämä näkemys vaikutti pätevältä melko viime vuosiin asti. .

Vuosien 1897 ja 1949 välillä oli kymmenen täydellistä markkinasykliä, jotka kulkivat karhumarkkinoiden alhaisesta arvosta noususta härkämarkkinoiden nousuun ja takaisin karhumarkkinoiden matalaan tasoon. Kuusi näistä kesti enintään neljä vuotta, neljä kesti kuusi tai seitsemän vuotta, ja yksi – kuuluisa "uuden aikakauden" sykli 1921–1932 – kesti yksitoista vuotta. Prosenttiosuus etenemisestä alimmillaan korkeimmille vaihteli 44 prosentista 500 prosenttiin, suurimman osan ollessa noin 50 prosentin ja 100 prosentin välillä. Myöhempien laskujen prosenttiosuus vaihteli 24 %:sta 89 %:iin, ja useimmat löytyivät 40 %:n ja 50 %:n välillä (On muistettava, että 50 prosentin lasku kompensoi täysin edellisen 100 prosentin ennakon.)

Melkein kaikilla härkämarkkinoilla oli useita hyvin määriteltyjä yhteisiä piirteitä, kuten (1) historiallisen korkea hintataso, (2) korkea hinta/tulossuhde, (3) alhainen osinkotuotto verrattuna joukkovelkakirjatuuotteisiin, (4) paljon spekulatiota marginaalilla ja (5) monia uusia, huonolaatuaisia kantaosakkeita. Näin ollen pörssihistorian opiskelijalle vaikutti siltä, että älykkään sijoittajan olisi pitänyt pystyä tunnistamaan toistuvat karhu- ja härkämarkkinat, ostamaan ensimmäisistä ja myymään jälkimmäisissä ja tehdä se suurimmaksi osaksi kohtuullisella hinnalla. lyhyillä aikaväleillä. Yleisten markkinoiden osto- ja myyntitasojen määrittämiseen kehitettiin erilaisia menetelmiä joko arvotekijöiden tai hintojen prosentuaalisen muutoksen tai molempien perusteella.

Mutta meidän on huomautettava, että jo ennen vuonna 1949 alkaneita ennennäkemättömiä härkämarkkinoita, peräkkäisissä markkinasykleissä oli riittävästi vaihtelua, mikä vaikeutti ja joskus teki turhaan halutun halvalla ostamisen ja korkean myynnin prosessin. Merkittävin näistä poikkeamista oli tietysti 1920-luvun lopun suuret härkämarkkinat, jotka saivat kaikki laskelmat pahasti rikki.* Sen vuoksi ei vielä vuonna 1949 ollut mitenkään varmaa, pystyikö sijoittaja perustelemaan rahoitustaan. politiikkaa ja menettelytapoja, jotka koskevat pääasiassa pyrkimystä ostaa alhaisella hinnalla karhumarkkinoilla ja myydä korkealla hinnalla härkämarkkinoilla.

Jatko-osassa kävi ilmi, että asia oli päinvastoin. The

* Jos karhumarkkinat eivät laske osakekursseja takaisin, jokainen, joka odottaa "ostaa alhaalla", tuntee olevansa täysin jäänyt jälkeen – ja aivan liian usein päätyy luopumaan kaikesta aikaisemmasta varovaisuudesta ja hyppäämään sisään molemmin jaloin. Siksi Grahamin viesti tunnekurin tärkeydestä on niin tärkeä. Lokakuusta 1990 tammikuuhun 2000 Dow Jones Industrial Average marssi säälimättömästi ylöspäin, koskaan menettämättä enempää kuin 20 % ja kärsimättä 10 % tai enemmän vain kolme kertaa. Kokonaisvoitto (ilman osinkoja): 395,7 %. Crandall, Pierce & Co:n mukaan tämä oli viime vuosisadan toiseksi pisin keskeytymätön härkämarkkina; vain vuosien 1949–1961 nousukausi kesti pidempään. Mitä kauemmin härkämarkkinat kestävät, sitä vakavammin sijoittajat kärsivät muistinmenetyksestä; noin viiden vuoden kuluttua monet ihmiset eivät enää usko, että karhumarkkinat ovat edes mahdollisia. Kaikki ne, jotka unohtavat, ovat tuomittuja muistutukseen; ja pörssissä palautuneet muistot ovat aina epämiellyttäviä.

markkinoiden käyttäytyminen viimeisen 20 vuoden aikana ei ole seurannut edellistä mallia, ei totellut vakiintuneita vaaramerkkejä, eikä sallinut sen menestyksestä hyödyntämistä vanhoja sääntöjä noudattaen halvalla ostamiseen ja kalliiseen myymiseen. Olipa vanha, melko säännöllinen härkä-ja-karhu-markkinoiden malli lopulta palaa emme tietää. Mutta meistä tuntuu epärealistiselta, että sijoittaja pyrkii siihen perustaa nykyisen politiikkansa klassiseen kaavaan – eli odottamiseen todistettavissa olevat karhumarkkinoiden tasot ennen kuin ostat *mitään* yhteistä osakkeet. Suosittelemamme politiikkamme on kuitenkin varautunut muutoksiin kantaosakkeiden *suhteessa* joukkovelkakirjoihin salkku, jos sijoittaja päättää tehdä niin, koska osakekurssit vaikuttavat arvostandardien mukaan vähemmän tai houkuttelevammilta.*

Kaavas suunnitelmat

Vuosina 1949–50 alkaneen osakemarkkinoiden nousun alkuvuosina Erilaiset ottotavat herättivät suurta kiinnostusta pörssisykliä etu. Nämä tunnetaan nimellä "Investointikaavasunnitelmat." Kaikkien tällaisten suunnitelmien ydin – paitsi yksinkertainen tapaus dollarin keskiarvon laskemisesta on, että sijoittaja myy automaattisesti *jonkin verran* kantaosakkeita, kun markkinat edistyy huomattavasti. Monissa heistä erittäin suuri nousu markkinataso johtaisi kaikkien kantaosakkeiden myyntiin; toiset määräsivät vähäisen osuuden säilyttämisestä osakkeista kaikissa olosuhteissa.

Tällä lähestymistavalla oli kaksinkertainen vetovoima: kuulosti loogiselta (ja konservatiivinen) ja osoittavat erinomaisia tuloksia, kun niitä sovellettiin retrospektiivisesti osakemarkkinoilla useiden vuosien ajan. Valitettavasti sen muoti kasvoi eniten juuri silloin, kun se oli tarkoitettu toimimaan vähiten hyvin. Monet "kaavan suunnittelijat" löysivät itsensä kokonaan tai lähes pois osakemarkkinoista jollakin tasolla 1950-luvun puolivälissä. Totta, he olivat saavuttaneet erinomaisia voittoja, mutta sisään laajassa merkityksessä markkinat "pakoivat" heiltä sen jälkeen, ja

* Graham käsittelee tätä "suositeltua politiikkaa" luvussa 4 (s. 89–91).

Instituutiosijoittajat, kuten eläkerahastot ja yliopistorahastot, noudattavat laajalti tätä politiikkaa, jota nykyään kutsutaan "taktiseksi varojen allokoimiseksi".

niiden kaavat antoivat heille vain vähän mahdollisuutta ostaa takaisin yhteistä osakepositiota.* On samankaltaisuutta niiden kokemusten välillä, jotka omaksuivat kaavasijoittamisen lähestymistavan 1950-luvun alussa, ja niiden välillä, jotka omaksuivat Dow-teorian puhtaasti mekaanisen version noin 20 vuotta aiemmin. . Molemmissa tapauksissa suosion tulo merkitsi melkein täsmälleen sitä hetkeä, jolloin järjestelmä lakkasi toimimasta hyvin. Meillä on ollut yhtä kiusallinen kokemus omasta "keskiarvomenetelmästä" määrittämällä Dow Jones Industrial Averages ilmoitettuja osto- ja myyntitasoja. Moraali näyttää olevan se, että mikä tahansa lähestymistapa rahan tekemiseen osakemarkkinoilla, jota monet ihmiset voivat helposti kuvata ja seurata, on termeillään liian yksinkertaista ja liian helposti kestävä.† Spinozan loppuhuomautus koskee sekä Wall Streetiä että filosofia: "Kaikki erinomaiset asiat ovat yhtä vaikeita kuin harvinaisia."

Sijoittajasalkun markkinavaihtelut

Jokaisen kantaosakkeita omistavan sijoittajan on odotettava näkevänsä niiden arvon vaihtelun vuosien mittaan. DJIA:n käyttäytyminen edellisen painoksemme kirjoittamisen jälkeen vuonna 1964 kuvastaa todennäköisesti melko hyvin sitä, mitä on tapahtunut konservatiivisen sijoittajan osakesalkulle, joka rajoitti osakeomistuksensa suurten, huomattavien ja konservatiivisesti rahoitettujen yritysten omistukseen. Kokonaisarvo nousi keskimääräiseltä tasolta noin 890 korkeimmalle

* Monet näistä "kaavan suunnittelijoista" olisivat myyneet kaikki osakkeensa vuoden 1954 lopussa, kun Yhdysvaltain osakemarkkinat nousivat 52,6 %, mikä on ennätysten toiseksi korkein vuosituotto. Seuraavien viiden vuoden aikana nämä markkina-ajastimet olisivat todennäköisesti olleet sivussa, kun osakkeet kaksinkertaistuivat. † Helpot tavat ansaita rahaa osakemarkkinoilla hiipuvat kahdesta syystä: trendien luonnollinen taipumus kääntyä ajan myötä eli "palautua keskiarvoon" ja se, että monet ihmiset ottavat nopeasti käyttöön osakepöiminnan. kasaa ja pilaa kaiken hauskuuden niiltä, jotka pääsivät paikalle ensin. (Huomaa, että Graham viittaa "epämiellyttävään kokemukseensa" - kuten aina - rehellisesti myöntäessään omat epäonnistumisensa.) Ks. Jason Zweig, "Murphy Was an Investor", Money, heinäkuu 2002, s. 61-62, ja Jason Zweig, "New Year's Play", Money, joulukuu, 2000, s. 89-90.

1966 (ja 985 jälleen vuonna 1968), putosi 631:een vuonna 1970 ja teki lähes täydellinen toipuminen 940:een vuoden 1971 alussa. (Koska henkilö ongelmat asettavat korkeat ja matalat arvosanansa eri aikoina, vaihtelut Dow Jones -ryhmässä kokonaisuudessaan ovat lievempiä kuin jotka ovat erillisissä komponenteissa.) Olemme jäljittäneet muuntyyppisten hajautettujen ja konservatiivisten osakesalkkujen hintavaihtelut ja havaitsemme, että kokonaistulokset ovat ei todennäköisesti eroa merkittävästi yllä olevasta. Yleisesti ottaen, toisen linjan yritysten* osakkeet vaihtelevat laajemmin kuin suuria, mutta tämä ei välttämättä tarkoita, että joukko vakiintuneita mutta pienempiä yrityksiä menestyisi huonommin melko pitkän ajan kuluessa. Joka tapauksessa sijoittaja voi samoin alistua etukäteen todennäköisyyteen eikä pelkkään mahdollisuus, että suurin osa hänen omistuksistaan nousee esimerkiksi 50 % tai enemmän alimmasta pisteestään ja laskea vastaavan kolmanneksen tai enemmän kohokohtastaan eri ajanjaksoina seuraavan viiden vuoden aikana.†

Vakava sijoittaja ei todennäköisesti usko, että jokapäiväinen tai jopa osakemarkkinoiden kuukausittaiset vaihtelut saavat hänet rikkaampi tai köyhempi. Mutta entä pidemmällä aikavälillä ja laajemmin muutoksia? Tässä esitellään käytännön kysymyksiä, ja psykologiset ongelmat todennäköisesti monimutkaistuvat. Olennainen markkinoiden nousu on samalla oikeutettu syy tyytyväisyyteen ja Tämä on aihetta huolelliseen huoleen, mutta se voi myös aiheuttaa voimakkaan kiusauksen harkitsemattomiin toimiin. Osakkeesi ovat edenneet, hyvä!

* Nykypäivän vastine sille, mitä Graham kutsuu "toisen linjan yrityksiksi".

olla mikä tahansa niistä tuhansista osakkeista, jotka eivät sisälly Standard & Poor'siin 500 osakkeen indeksi. Säännöllisesti tarkistettava luettelo S & P -indeksin 500 osakkeesta on saatavilla osoitteessa www.standardandpoors.com.

† Huomaa tarkkaan, mitä Graham sanoo täällä. Ei ole vain mahdollista, vaan myös todennäköistä, että suurin osa omistamistasi osakkeista hyötyy vähintään 50 % alimmasta hinnastaan ja menettää vähintään 33 % korkeimmasta hinnastaan – riippumatta siitä, mistä omistamasi osakkeet tai nousevatko vai laskevatko markkinat kokonaisuudessaan. Jos sinä ei voi elää sen kanssa – tai luulet portfoliosi olevan jotenkin taianomaisesti vapautettu siitä – silloin sinulla ei ole vielä oikeutta kutsua itseäsi sijoittajaksi. (Graham viittaa 33 prosentin laskuun "vastaavaksi kolmannekseksi", koska 50 prosentin lisäys ottaa 10 dollarin osakkeen 15 dollariin. Alkaen 15 dollaria 33 %:n tappio [tai 5 dollarin pudotus] korjaa sen takaisin 10 dollariin, mistä se alkoi.)

Olet rikkaampi kuin olit, hyvä! Mutta onko hinta noussut *liian* korkeaksi, ja kannattaako myydä? Vai pitäisikö sinun potkia itsesi takia ette ole ostaneet lisää osakkeita, kun taso oli alhaisempi? Tai-pahin ajatus kaikista – pitäisikö sinun nyt väistää härkämarkkinoille ilmapiiri, saastua suuren yleisön innostuksesta, liiallisesta itseluottamuksesta ja ahneudesta (josta sinä loppujen lopuksi olet osa) ja tehdä suurempia ja vaarallisia sitoumuksia? Esitetty siis painetussa muodossa vastaus viimeiseen kysymykseen on itsestään selvä *ei*, mutta älykäskin sijoittaja tarvitsee todennäköisesti paljon tahtoa voimaa olla seuraamasta väkijoukkoja.

Juuri näistä ihmisluonnollisista syistä, jopa enemmän kuin taloudellisen voiton tai tappion laskemisen perusteella, kannatamme jonkinlaista mekaanista menetelmää joukkovelkakirjojen osuuden muuttamiseksi osakkeisiin. sijoittajan salkku. Suurin etu on ehkä se, että tällainen a kaava antaa hänelle *jotain tekemistä*. Markkinoiden edetessä hän tekee ajoittain myyntiä osakkeistaan tuotot joukkovelkakirjoiksi; kun se hylkää, hän peruuttaa menettelyn. Nämä toiminnot tarjoavat hänelle mahdollisuuksia muuten liian juuttuneita energioita. Jos hän on oikeanlainen sijoittaja, hän ottaa lisäksi tyytyväisyyttä ajatuksesta, että hänen toimintansa on täsmälleen päinvastoin kuin joukosta.*

Liiketoiminnan arvostukset vs. pörssi-arvostukset

Markkinoiden vaihteluiden vaikutusta sijoittajan todelliseen tilanteeseen voidaan tarkastella myös osakkeenomistajan näkökulmasta eri liiketoimintojen osaomistajana. haltija jälkimarkkinakelpoisilla osakkeilla on itse asiassa kaksoisstatus, ja sen mukana etuoikeus käyttää kumpaa tahansa valintansa mukaan. Yhdellä hänen asemansa on analoginen vähemmistöosakkeenomistajan asemaan tai hiljainen kumppani yksityisessä yrityksessä. Tässä hänen tulokset ovat kokonaisuudessaan riippuu yrityksen voitosta tai muutoksesta varojensa tausta-arvoa. Hän päätti yleensä tällaisen yksityisen yrityksen edun arvoa laskemalla hänen osuutensa nettovarallisuus viimeisimmän taseen mukaisesti. Käytössä

* Nykypäivän sijoittajalle ihanteellinen strategia tämän "kaavan" tavoittelemiseksi on tasapainottaminen, jota käsittelemme sivuilla 104–105.

toisaalta osakesijoittaja pitää hallussaan paperia, an
kaiverrettu osaketodistus, joka voidaan myydä muutamassa minuutissa
hintaan, joka vaihtelee hetkestä toiseen – markkinoiden ollessa auki – ja on
usein kaukana tasearvosta.*

Osakemarkkinoiden kehitys viime vuosikymmeninä on
teki tyypillisen sijoittajan riippuvaisemmaksi hinnan kurssista
lainauksia ja vähemmän vapaa kuin ennen pitämään itseään vain a
yrityksen omistaja. Syynä on se, että menestyneet yritykset
jonka hän todennäköisesti keskittää omistuksensa ja myy lähes jatkuvasti
hinnoilla, jotka ylittävät selvästi niiden substanssiarvon (tai kirjanpitoarvon tai
"tasearvon"). Maksaessaan näitä markkinamaksuja
sijoittaja antaa arvokkaita panttivankeja omaisuudelle, sillä hänen täytyy olla riippuvainen
itse osakemarkkinat vahvistamaan sitoumuksensa.†

Tämä on erittäin tärkeä tekijä nykypäivän sijoittamisessa,
ja se on saanut vähemmän huomiota kuin se ansaitsee. Koko pörssinoteerausten
rakenne sisältää sisäänrakennetun ristiriidan.

Mitä parempi yrityksen ennätys ja näkymät, sitä vähemmän suhdetta
sen osakkeiden hinta vastaa niiden kirjanpitoarvoa. Mutta mitä suurempi
kirjanpitoarvon yläpuolella oleva preemio, sitä epävarma perusta sen luontaisen
arvon määrittämiselle – eli sitä enemmän tämä "arvo" riippuu
osakemarkkinoiden muuttuvista tunnelmista ja mittasuhteista.
Siten pääsemme lopulliseen paradoksiin, että mitä menestyvämpi yritys, sitä
suurempi on todennäköisesti sen hintojen vaihtelu.
osakkeita. Tämä tarkoittaa todella sitä, että todellisessa mielessä, mitä parempi

* Useimmat yritykset tarjoavat nykyään "kaiverretun osaketodistuksen" vain
erikoispyyntö. Varastot ovat suurimmaksi osaksi puhtaasti sähköisessä muodossa
(kuten pankkitilisi sisältää tietokoneistettuja hyvityksiä ja veloituksia, ei
todellinen valuutta) ja siten niistä on tullut entistä helpompi käydä kauppaa
Grahamin päivänä.

† Substanssiarvo, kirjanpitoarvo, tasearvo ja aineellisen hyödykkeen arvo
ovat synonyymejä nettovarallisuudelle tai yrityksen fyysisen kokonaisarvon kokonaisarvolle
ja rahoitusvarat miinus kaikki sen velat. Se voidaan laskea yrityksen vuosi- ja
neljännesvuosikertomusten taseiden perusteella; vähennä omasta pääomasta kaikki
"pehmeät" varat, kuten liikearvo, tavaramerkit ja
muut aineettomat hyödykkeet. Jaa ulkona olevien osakkeiden täysin laimennettu määrällä
saavuttaa osakekohtainen kirjanpitoarvo.

kantaosakkeen laadusta, sitä *spekulatiivisempaa* se todennäköisesti on ainakin verrattuna epäsuosittuihin keskitason kysymyksiin.* (Se, mitä olemme sanoneet, pätee johtavan kasvun vertailuun yritykset, joilla on suurin osa vakiintuneista huolenaiheista; suljemme pois meidän toimivaltamme mukaan tässä ovat ne asiat, jotka ovat erittäin spekulatiivisia koska yritykset itse ovat spekulatiivisia.)

Yllä esitetyn väitteen pitäisi selittää usein epävakaa hinta menestyneimpien ja vaikuttavimpien yrityksiemme käyttäytyminen. Meidän suosikkiesimerkki on heidän kaikkien hallitsija – International Business Machines. Sen osakkeiden hinta laski 607:stä 300:aan seitsemässä kuukaudta 1962–1963; kahden jaon jälkeen sen hinta putosi 387:stä 219 tuumaan 1970. Samoin Xerox – vieläkin vaikuttavampi tulojen nostaja viime vuosikymmeninä – pudonnut 171:stä 87:ään vuosina 1962–63 ja 116:sta 65 vuonna 1970. Nämä silmiinpistävät tappiot eivät osoittaneet epäilystäkään IBM:n tai Xeroxin tuleva pitkän aikavälin kasvu; he heijastivat sen sijaan epäluottamus palkkioarvostukseen, jonka osakemarkkinat itse olivat asettaneet näihin erinomaisiin näkymiin.

Edellinen keskustelu johtaa meidät käytännön johtopäätökseen tärkeä kantaosakkeiden konservatiiviselle sijoittajalle. Jos hän on kiinnittänyt erityistä huomiota portfolionsa valintaan, se hänen voisi olla parasta keskittyä asioihin, jotka myyvät kohtuullisen lähellä aineellisen hyödykkeen arvoa – esim. yli kolmanneksen tämän luvun yläpuolella. Tällaisilla tai sitä alhaisemmillä tasoilla tehtyjä ostoja voidaan loogisesti katsoa liittyviksi

* Grahamin sanan "paradoksi" käyttö on luultavasti viittaus klassikkoon David Durandin artikkeli "Growth Stocks and the Petersburg Paradox", The Journal of Finance, voi. XII, nro 3, syyskuu, 1957, s. 348–363, joka vertaa korkeahintaisiin kasvuosakkeisiin sijoittamista vedonlyöntiin sarjasta kolikonheittoja, joissa voitto kasvaa jokaisen kolikon heiton myötä. Durand huomauttaa, että jos kasvuosake voisi jatkaa nopeaa kasvuaan määräämättömän ajan, sijoittajan pitäisi (teoriassa) olla valmis maksamaan loputon hinta osakkeistaan. Miksi siis yhtään osaketta ei ole koskaan myyty äärettömän dollarin osakekohtaiseen hintaan? Koska mitä korkeampi oletettu tulevaisuus kasvuvauhti, ja mitä pidempi ajanjakso, jonka aikana sitä odotetaan, mitä leveämmäksi virhemarginaali kasvaa, ja sitä kalliimmaksi pieninkin virhelaskelman hinta tulee. Graham käsittelee tätä ongelmaa tarkemmin liitteessä 4 (s. 570).

yhtiön taseeseen, ja sillä on markkinahintojen vaihteluista riippumaton peruste tai tuki. Mahdollista kirjanpitoarvon ylittävää preemiota voidaan pitää eräänlaisena lisäpalkkiona, joka maksetaan pörssilistauksen eduista ja siihen liittyvästä markkinoitavuudesta.

Tässä tarvitaan varovaisuutta. Osakkeesta ei tule järkevää sijoitusta vain siksi, että se voidaan ostaa lähellä sen omaisuuden arvoa. Lisäksi sijoittajan tulee vaatia tyydyttävää tuotto-hinta-suhdetta, riittävän vahvaa taloudellista asemaa ja näkemystä, että tulos säilyy vähintään vuosien ajan.

Tämä saattaa vaikuttaa vaatimattomalta osakkeelta paljon vaatimiselta, mutta reseptiä ei ole vaikea täyttää kaikissa mutta vaarallisen korkeissa markkinaolosuhteissa. Kun sijoittaja on valmis luopumaan loistavista näkymistä – eli keskimääräistä paremmasta kasvusta – hänellä ei ole vaikeuksia löytää laaja valikoima kriteerit täyttäviä asioita.

Kantaosakkeiden valintaa koskevissa luvuissamme (luvat 14 ja 15) annamme tietoja, jotka osoittavat, että yli puolet DJIA-emissioista täytti omaisuusarvokriteerimme vuoden 1970 lopussa. Kaikkein laajimmin pidetty sijoitus – American Tel. & Tel. – itse asiassa myy alle aineellisen hyödykkeen arvonsa kirjoittaessamme. Suurin osa valo- ja tehoosakkeista on muiden etujensa lisäksi nyt (vuoden 1972 alussa) saatavilla hintaan, joka on kohtuullisen lähellä omaisuusarvoaan.

Sijoittaja, jonka osakesalkku ja jonka kirjanpitoarvo on takanaan, voi ottaa paljon itsenäisemmän ja irrallisen näkemyksen osakemarkkinoiden heilahteluista kuin ne, jotka ovat maksaneet korkeita kertoimia sekä tuottojen että aineellisten hyödykkeiden osalta. Niin kauan kuin hänen omistustensa tuottokyky pysyy tyydyttävänä, hän voi kiinnittää niin vähän huomiota osakemarkkinoiden oikkuihin kuin haluaa. Lisäksi hän voi toisinaan käyttää näitä oikkuja pelataksaan mestaripeliä ostaa halvalla ja myydä kalliilla.

A. & P. Esimerkki

Tässä vaiheessa esittelemme yhden alkuperäisistä esimerkeistämme, joka on peräisin useiden vuosien takaa, mutta joka kiehtoo meitä, koska siinä yhdistyvät niin monet yritys- ja sijoituskokemuksen näkökohdat. Siihen liittyy Great Atlantic & Pacific Tea Co. Tässä on tarina:

A. & P.:n osakkeet otettiin kaupankäynnin kohteeksi "Curb"-markkinoilla, nykyään Amerikan pörssissä, vuonna 1929, ja niitä myytiin jopa 494. Vuoteen 1932 mennessä ne olivat pudonneet 104:ään, vaikka yrityksen tulos oli lähes yhtä suuri tuona yleisesti katastrofaalisena vuonna kuin aiemmin. Vuonna 1936 vaihteluväli oli 111 ja 131 välillä. Sitten vuoden 1938 talouden taantuman ja karhumarkkinoiden aikana osakkeet putosivat uudelle alimmalle tasolle, 36.

Se hinta oli poikkeuksellinen. Se tarkoitti, että ensisijainen ja yleinen myytiin yhdessä 126 miljoonalla dollarilla, vaikka yritys oli juuri ilmoittanut, että sillä oli 85 miljoonaa dollaria käteistä yksin ja käyttöpääomaa (tai nettovaihtoomaisuutta) 134 miljoonaa dollaria. A. & P. oli Amerikan, ellei koko maailman, suurin vähittäiskauppayritys, jolla on jatkuva ja vaikuttava ennätys suurista tuloista useiden vuosien ajan. Silti vuonna 1938 tämän erinomaisen yrityksen pidettiin Wall Streetillä vähemmän arvokkaana kuin pelkkä sen nykyinen omaisuus – mikä tarkoittaa vähemmän toimivana yrityksenä kuin jos se purettaisiin. Miksi?

Ensinnäkin siksi, että ketjukauppoja uhkailtiin erityisveroilla; toiseksi, koska nettovoitot olivat laskeneet edellisenä vuonna; ja kolmanneksi, koska yleiset markkinat olivat lamassa. Ensimmäinen näistä syistä oli liioiteltu ja lopulta perusteeton pelko; kaksi muuta olivat tyypillisiä väliaikaisille vaikutuksille.

Oletetaan, että sijoittaja oli ostanut A. & P. common vuonna 1937 esimerkiksi 12-kertaisella viiden vuoden keskiansiolla eli noin 80:lla. Emme ole kaukana väittämästä, etteikö sitä seurannut pudotus 36:een olisi ollut hänelle merkityksellinen. . Hänen olisi ollut hyvä tarkastella kuvaa hieman huolella nähdäkseen, oliko hän tehnyt väärää laskelmia. Mutta jos hänen tutkimuksensa tulokset olivat vakuuttavia – niin kuin niiden pitikin olla – hänellä oli oikeus jättää markkinoiden lasku tilapäiseksi rahoituksen hämäräksi, ellei hänellä ollut varoja ja rohkeutta hyödyntää sitä ostamalla lisää tarjottu sopimusperuste.

Jatko-osa ja pohdintoja

Seuraavana vuonna, 1939, A. & P.:n osakkeet nousivat 1171 y2:een eli kolme kertaa vuoden 1938 alhaisempaan hintaan ja selvästi vuoden 1937 keskiarvon yläpuolelle. Tällainen käänne kantaosakkeiden käyttäytymisessä ei ole mitenkään harvinaista, mutta A. & P:n tapauksessa se oli silmiinpistävämpi kuin useimmat. Vuoden 1949 jälkeisinä vuosina päivittäistavaraketjun osakkeet nousivat

yleisillä markkinoilla vuoteen 1961 asti jaetut osakkeet (10 yhdelle) saavuttivat huipunsa 701,2 , mikä vastasi 705:tä vuoden 1938 osakkeilla.

Tämä 701,2 :n hinta oli merkittävä, koska se oli 30 kertaa vuoden 1961 tulos. Tällainen hinta/tulossuhde – joka verrattuna DJIA:n 23-kertaiseen samana vuonna – on täytynyt antaa ymmärtää, että tulot kasvavat loistavasti. . Tällä optimismilla ei ollut perustetta yhtiön edellisten vuosien tuloslaskelmissa, ja se osoittautui täysin vääräksi. Sen sijaan, että tulos olisi kehittynyt nopeasti, se oli seuraavalla jaksolla yleisesti ottaen laskeva.

701,2 :n huipun jälkeisenä vuonna hinta putosi yli puoleen 34:ään. Mutta tällä kertaa osakkeilla ei ollut sitä kauppalaatua, jota ne osoittivat vuoden 1938 alhaalla noteerauksella. Erilaisten vaihteluiden jälkeen hinta putosi jälleen alimmalle tasolle, 211,2 vuonna 1970 ja 18 vuonna 1972 – ensimmäisen neljännesvuosittaisen *alijäämän* ilmoittamisen jälkeen. sen historiassa.

Näemme tässä historiassa, kuinka laajat amerikkalaisen suuryrityksen vaihtelut voivat olla vain vähän useammassa kuin yhdessä sukupolvessa, ja myös millä virheillä ja optimismin ja pessimismin ylilyönneillä yleisö on arvostanut osuuttaan. Vuonna 1938 yritys todellakin luovutettiin, ilman ottajia; vuonna 1961 yleisö vaati osakkeita naurettavan korkeaan hintaan. Sen jälkeen tuli nopea puolet markkina-arvon menetyksestä ja joitakin vuosia myöhemmin huomattava lisälasku. Sillä välin yrityksen oli määrä muuttua erinomaisesta tuloskehittäjäksi keskinkertaiseksi; sen voitto nousuvuonna 1968 oli pienempi kuin vuonna 1958; se oli maksanut sarjan hämmentäviä pieniä osakeosinkoja, joita nykyiset ylijäämän lisäykset eivät oikeuttaneet; ja niin edelleen. A. & P. oli vuosina 1961 ja 1972 suurempi yritys kuin vuonna 1938, mutta ei yhtä hyvin johdettu, ei yhtä kannattava eikä houkutteleva.*

Tässä tarinassa on kaksi tärkeintä moraalialia. Ensimmäinen on, että osakemarkkinat menevät usein pahasti pieleen, ja joskus valppaana ja coura

* A & P:n uudempi historia ei ole erilainen. Vuoden 1999 lopussa sen osakkeen hinta oli 27 875 dollaria; vuoden 2000 lopussa 7,00 dollaria; vuotta myöhemmin 23,78 dollaria; vuoden 2002 lopussa 8,06 dollaria. Vaikka joitakin kirjanpidon epäsuoruuksia paljastui myöhemmin A & P:ssä, on täysin järjetöntä uskoa, että suhteellisen vakaan liiketoiminnan, kuten päivittäistavarakaupan, arvo voisi laskea kolme neljäsosaa vuodessa, kolminkertaistaa seuraavana vuonna ja sitten laskea kahdella. kolmasosaa seuraavana vuonna.

geous sijoittaja voi hyödyntää patenttivirheitään. Toinen on se, että useimpien yritysten luonne ja laatu muuttuvat vuosien varrella, joskus parempaan, ehkä useammin huonompaan suuntaan.

Sijoittajan ei tarvitse seurata yritystensä suorituskykyä kuin haukka; mutta hänen pitäisi katsoa sitä aika ajoin hyvällä, lujalla tavalla.

Palataanpa vertailuun markkinakelpoisten osakkeiden haltijan ja yksityisestä yrityksestä kiinnostuneen miehen välillä.

Olemme sanoneet, että ensiksi mainitulla on *mahdollisuus* pitää itseään vain osaomistajana eri yrityksissä, joihin hän on sijoittanut, tai niiden osakkeiden omistajana, jotka ovat myytävissä milloin tahansa haluttuun markkinahintaan.

Mutta huomioi tämä tärkeä tosiasia: Todellinen sijoittaja tuskin koskaan on *pakotettu myymään* osakkeitaan, ja kaikkina muina aikoina hän voi vapaasti jättää huomioimatta senhetkisen hintanoteerauksen. Hänen on kiinnitettävä siihen huomiota ja toimittava sen mukaan vain siinä määrin kuin se sopii hänen kirjalleen, eikä sen enempää.* Siten sijoittaja, joka sallii itsensä leimaamisen tai aiheettoman huolestuneen omistussuosiensa perusteettomista markkinoiden laskuista, muuttua kieroutuneesti perusasiaansa. etu perushaitoksi. Tuolla miehellä olisi parempi, jos hänen osakkeillaan ei olisi lainkaan pörssinoteerausta, sillä silloin hän säästyisi henkiseltä tuskalta, joka hänelle aiheutui

muiden ihmisten harkintavirheistä.† Muuten, tällainen laajalle levinnyt tilanne oli todella olemassa pimeän laman aikana. päivät 1931-1933. Silloin oli psykologinen etu omistaa liikeintressejä, joilla ei ollut noteerattuja markkinoita. Esimerkiksi ihmiset, jotka omistivat ensimmäiset asuntolainat korkoa edelleen maksaviin kiinteistöihin, saattoivat kertoa itselleen, että heidän sijoituksensa olivat säilyttäneet täyden arvon, eikä markkinanoteeraukset osoittaneet muuta. Toisaalta monet listatut yrityslainat ovat vieläkin laadukkaampia ja parempia

* "Vain siinä määrin kuin se sopii hänen kirjaansa" tarkoittaa "vain siinä määrin kuin hinta on tarpeeksi edullinen oikeuttamaan osakkeen myymisen". Perinteisessä välityskielissä "kirja" on sijoittajan omistus- ja kauppakirja. † Tämä saattaa hyvinkin olla tärkein yksittäinen kappale Grahamin koko kirjassa. Näillä 113 sanalla Graham tiivistää elämänsä kokemuksensa. Et voi lukea näitä sanoja liian usein; ne ovat kuin kryptoniitti karhumarkkinoille.

Jos pidät ne käden ulottuvilla ja annat niiden ohjata sinua koko sijoituselämäsi ajan, selviät kaikesta, mitä markkinat sinulle tuovat.

taustalla oleva vahvuus kärsi rajusti markkinanoteeraustensa supistumisesta, mikä sai niiden omistajat uskomaan niiden kasvavan selvästi köyhemmiksi. Todellisuudessa omistajat pärjäsivät paremmin listatuilla arvopapereilla näiden alhaisista hinnoista huolimatta. Sillä jos he olisivat halunneet tai olleet pakotettuja, he olisivat voineet ainakin myydä numerot – mahdollisesti vaihtaakseen ne vielä parempiin hintoihin. Tai he olisivat voineet aivan yhtä loogisesti jättää huomiotta markkinoiden toiminnan väliaikaisena ja pohjimmiltaan merkityksettömänä. Mutta on itsepetosta kertoa itsellesi, että et ole kärsinyt arvon *laskusta vain siksi*, että arvopapereillasi ei ole noteerattuja markkinoita.

Palataksemme A. & P.:n osakkeenomistajaamme vuonna 1938, toteamme, että niin kauan kuin hän piti osakkeitaan, hän ei kärsinyt tappiota niiden hintojen laskusta, paitsi mitä hänen oma harkintansa saattoi kertoa hänelle, että niiden taustalla olevien varojen kutistuminen tai sisäinen arvo. Jos tällaista kutistumista ei olisi tapahtunut, hänellä oli oikeus odottaa, että markkinanoteeraukset palaisivat aikanaan vuoden 1937 tasolle tai paremmaksi – kuten itse asiassa tapahtui seuraavana vuonna. Tältä osin hänen asemansa oli vähintään yhtä hyvä kuin jos hän olisi omistanut osuuden yksityisestä yrityksestä, jonka osakkeilla ei ollut noteerattuja markkinoita. Sillä myös siinä tapauksessa hän olisi voinut tai ei voinut olla oikeutettua henkisesti katkaisemaan osa omistusosuuksiensa kustannuksista vuoden 1938 taantuman vuoksi – riippuen siitä, mitä hänen yritykselleen oli tapahtunut.

Osakesijoitusten arvölähestymistavan kriitikot väittävät, että pörssilistattuja kantaosakkeita ei voida asianmukaisesti pitää tai arvioida samalla tavalla kuin kiinnostusta vastaavaan yksityiseen yritykseen, koska järjestäytyneiden arvopaperimarkkinoiden läsnäolo "saa osakeomistukseen uuden ja erittäin tärkeän likviditeetin ominaisuus."

Mutta mitä tämä likviditeetti todellisuudessa tarkoittaa, on ensinnäkin sitä, että sijoittaja hyötyy osakemarkkinoiden päivittäisestä ja muuttuvasta arviosta omistuksistaan *riippumatta siitä, minkä arvoinen tämä arvio on*, ja toiseksi, että sijoittaja pystyy lisäämään tai vähentämään omistustaan. investointi markkinoiden päivittäiseen arvoon – jos *hän niin haluaa*. Siten noteerattujen markkinoiden olemassaolo antaa sijoittajalle *tiettyjä vaihtoehtoja*, joita hänellä ei ole, jos hänen arvopaperinsa on noteeraamaton. Mutta se ei pakota nykyistä noteerausta sijoittajalle, joka haluaa mieluummin ottaa käsitksensä arvosta jostain muusta lähteestä.

Lopetetaan tämä osio jollain vertauksen kaltaisella tavalla. Kuvittele, että omistat jossain yksityisytyksessä pienen osuuden, joka maksaa sinulle 1 000 dollaria. Yksi kumppaneistasi, nimeltään Mr. Market, on

todella velvoittava. Joka päivä hän kertoo sinulle, minkä arvoinen kiinnostuksesi on hänen mielestään, ja lisäksi hän tarjoaa joko ostavansa sinut pois tai myydäkseen sinulle lisäkoron sen perusteella. Joskus hänen käsityksensä arvosta näyttää uskottavalta ja oikeutetulta liiketoiminnan kehityksen ja tulevaisuudennäkymien perusteella sellaisina kuin tunnet ne. Usein toisaalta Market antaa innostuksensa tai pelkonsa juosta mukanaan, ja hänen tarjoamansa arvo näyttää sinusta hieman typerältä.

Jos olet järkevä sijoittaja tai järkevä liikemies, annatko Mr. Marketin päivittäisen viestinnän määrittää näkemyksesi 1 000 dollarin osuuden arvosta yrityksestä? Vain siinä tapauksessa, että olet samaa mieltä hänen kanssaan tai jos haluat käydä kauppaa hänen kanssaan. Saatat olla iloinen voidessani myydä hänelle loppuun, kun hän tarjoaa sinulle naurettavan korkean hinnan, ja yhtä mielelläsi ostaa häneltä, kun hänen hintansa on alhainen. Mutta loppuajan olet viisaampi muodostaa omia käsityksiäsi omistustesi arvosta yrityksen toiminnasta ja taloudellisesta asemasta saatavien täydellisten raporttien pohjalta.

Todellinen sijoittaja on juuri siinä tilanteessa, kun hän omistaa listatun kantaosakkeen. Hän voi hyödyntää päivittäistä markkinahintaa tai jättää sen rauhaan oman harkintansa ja taipumustensa mukaan. Hänen on otettava huomioon tärkeät hintaliikkeet, sillä muuten hänen harkintansa ei voi vaikuttaa. On mahdollista, että he voivat antaa hänelle varoitusmerkin, jota hänen on hyvä ottaa huomioon – tämä tarkoittaa selkeästi englanniksi, että hänen tulee myydä osakkeensa, koska hinta on laskenut, aavisti pahempia asioita. Mielestämme tällaiset signaalit ovat harhaanjohtavia vähintään yhtä usein kuin ne ovat hyödyllisiä. Periaatteessa hintavaihteluilla on vain yksi merkittävä merkitys todelliselle sijoittajalle. Ne tarjoavat hänelle mahdollisuuden ostaa viisaasti, kun hinnat putoavat jyrkästi, ja myydä viisaasti, kun he edistyvät paljon. Muina aikoina hän pärjää paremmin, jos hän unohtaa osakemarkkinat ja kiinnittää huomiota osinkotuottoihinsa ja yritystensä liiketoiminnan tulokseen.

Yhteenveto

Realistisin ero sijoittajan ja keinottelijan välillä löytyy heidän asenteestaan osakemarkkinoiden liikkeitä kohtaan.

Keinottajan ensisijainen intressi on ennakoida markkinoiden heilahteluja ja hyötyä niistä. Sijoittajan ensisijainen intressi on hankkia ja pitää hallussaan sopivia arvopapereita sopivaan hintaan. Markkinoida

liikkeet ovat hänelle tärkeitä käytännön mielessä, koska ne vaihtoehtoisesti luoda alhaisia hintatasoja, joilla hän olisi viisasta ostaa ja korkea hintataso, josta hänen tulisi ehdottomasti pidättäytyä ostaa ja olisi varmaan viisasta myydä.

Ei ole läheskään varmaa, että tyyppillisen sijoittajan pitäisi säännöllisesti lykätä ostamista, kunnes markkinataso on alhainen, koska tämä voi olla mahdollista liittyä pitkä odotus, hyvin todennäköisesti tulojen menetys ja mahdollinen investointimahdollisuudet puuttuvat. Kaiken kaikkiaan se voi olla parempi sijoittaja voi ostaa osakkeita aina kun hänellä on rahaa sijoittaa varastoihin, *paitsi* kun yleinen markkinataso on paljon korkeampi kuin voidaan perustella vakiintuneilla arvostandeilla. Jos hän haluaa olla näppärä, hän voi etsiä yksittäisistä arvopapereista aina olemassa olevia alennusmahdollisuuksia.

Yleisten markkinoiden liikkeiden ennustamisen lisäksi Wall Streetillä on suunnattu paljon vaivaa ja kykyä valintaan osakkeet tai teollisuusryhmät, jotka hinnan suhteen "menevät paremmin" kuin muut melko lyhyen ajan kuluessa tulevaisuudessa. Loogista näin pyrkimys saattaa vaikuttaa, emme usko sen sopivan tarpeisiin tai todellisen sijoittajan luonne – varsinkin koska hän olisi kilpailevat suuren joukon pörssikauppiaita ja ensiluokkaisia rahoitusanalytikoita, jotka yrittävät tehdä samaa. Kuten kaikissa muissa toimissa, jotka korostavat hintaliikkeitä ensin ja taustalla olevat arvot toiseksi, monien tällä alalla jatkuvasti tekemisissä olevien älykkäiden mielten työ pyrkii neutralisoimaan ja tuhoamaan itsensä vuosien mittaan.

Sijoittajan, jolla on hyvät osakkeet salkun, pitäisi odottaa heidän hintojen vaihtelua, eikä sen pitäisi olla huolissaan suurista laskee eikä innostu suurista edistysaskeleista. Hänen pitäisi Muista aina, että markkinanoteeraukset ovat hänen avuksi, joko hyödynnettäväksi tai jätettäväksi huomiotta. Hänen pitäisi Älä koskaan osta osaketta, *koska* se on noussut, tai myy sitä, *koska* se on noussut mennyt alas. Hän ei olisi paljon väärässä, jos tämä motto luettaisiin lisää yksinkertaisesti: "Älä koskaan osta osaketta välittömästi huomattavan nousun tai myy heti huomattavan pudotuksen jälkeen."

Lisätietoa

Jotain pitäisi sanoa keskimääräisten markkinahintojen merkityksestä johtamisosaamisen mittarina. Osakkeenomistaja

arvioi, onko oma sijoitus onnistunut sekä saatujen osinkojen että keskimääräisen markkina-arvon pitkän aikavälin trendin perusteella. Samoja kriteerejä tulee loogisesti soveltaa testattaessa yrityksen johtamisen tehokkuutta ja sen asenteen järkeä yrityksen omistajia kohtaan.

Tämä väite saattaa kuulostaa totuudenmukaiselta, mutta sitä on korostettava. Sillä toistaiseksi ei ole olemassa hyväksyttyä tekniikkaa tai lähestymistapaa, jolla johto saatetaan markkinoiden mielipiteiden baariin. Päinvastoin, johto on aina korostanut, ettei heillä ole minkäänlaista vastuuta siitä, mitä heidän osakkeidensa markkina-arvolle tapahtuu. On tietysti totta, etteivät he ole vastuussa niistä hintojen vaihteluista, joilla, kuten olemme korostaneet, ei ole mitään yhteyttä taustalla oleviin olosuhteisiin ja arvoihin. Mutta vain osakkeenomistajien valppauden ja älykkyyden puute mahdollistaa tämän koskemattomuuden ulottuvan koko markkinanoteerausten alueelle, mukaan lukien alentuneen ja epätydyttävän hintatason pysyvä toimipaikka. Hyvä johtaminen tuottaa hyvän keskimääräisen markkinahinnan ja huono johtaminen huonoja markkinahintoja.*

Joukkovelkakirjojen hintojen vaihtelut

Sijoittajan tulee olla tietoinen siitä, että vaikka sen pääoman ja koron turvallisuutta voidaan kyseenalaistaa, pitkän aikavälin joukkovelkakirjalainan markkinahinta voi vaihdella suuresti korkojen muutosten seurauksena. Taulukossa 8-1 annetaan tiedot eri vuosilta aina vuoteen 1902 asti, ja ne kattavat korkealuokkaisten yritys- ja verovapaiden emissioiden tuotot. Yksittäisiksi kuviksi lisäämme kahden edustavan rautatienumeron hintavaihtelut saman ajanjakson ajalta. (Nämä ovat Atchison, Topeka & Santa Fe General Mortgage 4s, erääntyvä 1995, sukupolvien ajan yksi tärkeimmistä ei-lunastettavissa olevista joukkovelkakirjalainoistamme, ja Northern Pacific Ry. 3s, erääntyvät 2047 – alun perin 150 vuoden maturiteetti! – pitkä tyypillinen Baa. luokiteltu joukkovelkakirja.)

Käänteisen suhteensa vuoksi alhaiset tuotot vastaavat korkeita hintoja ja päinvastoin. Lasku pohjoisessa

* Grahamilla on paljon enemmän sanottavaa siitä, mitä nykyään kutsutaan "yrityshallinnoksi". Katso luvun 19 kommentti.

Pacific 3s vuonna 1940 edusti pääasiassa epäilyksiä koneiden turvallisuudesta ongelma. On poikkeuksellista, että hinta palautui kaikkien aikojen korkeimmalle tasolle muutaman seuraavan vuoden aikana ja menetti sitten pääosin kaksi kolmasosaa hinnastaan yleisten korkojen nousun takia. Myös korkeimman luokan hinnoissa on ollut huomattavia vaihteluita

joukkovelkakirjat viimeisen neljänkymmenen vuoden aikana.

Huomaa, että joukkovelkakirjojen hinnat eivät vaihtelee samassa (käänteisessä) suhteessa laskettujen tuottojen kanssa, koska niiden kiinteä maturiteettiarvo 100 %:lla on hillitsevä vaikutus. Kuitenkin hyvin pitkään maturiteettien, kuten Pohjois-Tyynenmeren esimerkissämme, hinnat ja tuotot muuttuvat lähes samalla nopeudella.

Vuodesta 1964 lähtien on tapahtunut ennätysliikkeitä *molempiin suuntiin* korkealuokkaisilla joukkovelkakirjamarkkinoilla. Kun otetaan esimerkiksi "parhaat kunnat" (tax free), niiden tuotto yli kaksinkertaistui vuoden 3,2 prosentista. tammikuuta 1965 7 prosenttiin kesäkuussa 1970. Niiden hintaindeksi laski vastaavasti 110,8:sta 67,5:een. Vuoden 1970 puolivälissä korkealaatuisten pitkien joukkolainojen tuotot olivat korkeammat kuin *koskaan lähes 200 vuotta tämän maan taloushistoriasta*. * 25 vuotta aikaisemmin, Juuri ennen pitkittyneiden härkämarkkinamme alkamista joukkovelkakirjalainojen tuotot olivat tasolla niiden historian *alin* kohta; Pitkäaikaiset kunnat palasivat yhtä vähän 1 % ja teollisuusyritykset antoivat 2,40 % verrattuna 41 ½ –5 %:iin, joita pidettiin vain "normaalina". Meistä, joilla on pitkä kokemus Wall Street oli nähnyt Newtonin lain "toiminta ja reaktio, tasavertaiset ja päinvastoin" toimivat itsestään toistuvasti osakemarkkinoilla – Huomionarvoisin esimerkki on DJIA:n nousu 64 tuumasta 1921 381:een vuonna 1929, jota seurasi ennätysromahdus 41:een vuonna 1932. Mutta tällä kertaa leveimmät heilurin heilahtelut tapahtuivat tavallisessa tasainen ja hitaasti liikkuva joukko korkealaatuisia joukkolainojen hintoja ja tuottoja. Moraali: Wall Streetillä ei voi luottaa mihinkään tärkeään tapahtuu täsmälleen samalla tavalla kuin ennenkin. Tämä reple

* Sen mukaan mitä Graham kutsui "vastakohtien säännöksi", Yhdysvaltain pitkäaikaisten joukkovelkakirjalainojen tuotot saavuttivat vuonna 2002 alimmilleen sitten vuoden 1963. tuotot liikkuvat käänteisesti hintoihin nähden, alhaiset tuotot tarkoittivat sitä, että hinnat olivat noussut – saa sijoittajat innokkaimmin ostamaan aivan kuten joukkovelkakirjat olivat parhaimmillaan kalliita ja koska niiden tuleva tuotto oli lähes taattu alhaiseksi. Tämä tarjoaa toisen todisteen Grahamin opetuksesta, joka älykkään sijoittajan täytyy kieltäytyä tekemästä päätöksiä markkinoiden vaihteluiden perusteella.

lähettää ensimmäisen puoliskon suosikkisanomestamme: *"Mitä enemmän se muuttuu, sitä enemmän se on sama asia."*

Jos osakkeiden hintaliikkeistä on käytännössä mahdotonta tehdä arvokkaita ennusteita, niin joukkovelkakirjalainojen kohdalla se on täysin mahdotonta.* Ainakin ennen vanhaan voi usein löytää hyödyllisen vihjeen härän tai härän tulevasta loppuun. karhumarkkinoita tutkimalla joukkovelkakirjalainojen aiempaa toimintaa, mutta vastaavia vihjeitä tulevasta korkojen ja joukkovelkakirjojen hintojen muutoksesta ei annettu. Siksi sijoittajan on valittava pitkän ja lyhyen aikavälin joukkovelkakirjasijoitusten välillä pääasiassa henkilökohtaisten mieltymystensä perusteella. Jos hän haluaa olla varma siitä, että markkina-arvot eivät laske, hänen parhaita valintojaan ovat luultavasti yllä kuvatut USA:n säästöobligaatit, sarja E tai H. 93. Kumpikin emissio antaa hänelle 5 %:n tuoton (ensimmäisen vuoden jälkeen), E-sarjan korko enintään 55 y6 vuodeksi, H-sarjan tuotto enintään 10 vuodeksi taatulla jälleenmyyntiarvolla vähintään kustannuksiltaan.

Jos sijoittaja haluaa nyt saatavilla olevan 7,5 prosentin hyvistä pitkäaikaisista yrityslainoista tai 5,3 prosentin verovapaista kunnista, hänen on oltava valmis näkemään niiden hinnanvaihtelut. Pankeilla ja vakuutusyhtiöillä on etuoikeus arvostaa tämän tyyppiset korkean luottoluokituksen omaavat joukkovelkakirjat "jaksotetun hankintamenon" matemaattisen perusteella, mikä ei ota huomioon markkinahintoja; ei olisi huono idea yksittäisen sijoittajan tehdä jotain vastaavaa.

Vaihtovelkakirjalainojen ja etuoikeutettujen osakkeiden hintavaihtelut johtuvat kolmesta eri tekijästä: (1) niihin liittyvien kantaosakkeiden hinnanvaihteluista, (2) vaihteluista yrityksen luottokelpoisuudessa ja (3) yleisen edun vaihteluista. hinnat. Suurin osa vaihtovelkakirjalainoista on myynyt yhtiöiltä, joiden luottoluokitukset ovat selvästi alle parhaan.3 Joihinkin niistä vaikutti vakavasti vuoden 1970 talouspula. Tämän seurauksena vaihtovelkakirjalainat ovat kokonaisuudessaan olleet kolminkertaisia huolestuttavia. viime vuosina, ja hintavaihtelut ovat olleet epätavallisen suuria. Tyypillisessä tapauksessa sijoittaja siis pettää itseään, jos hän odottaisi löytävänsä vaihtovelkakirjalainoista ihanteellisen yhdistelmän korkealuokaisen joukkovelkakirjalainan turvallisuudesta ja hinnasta.

* Päivitetty analyysi tämän päivän lukijoille, joka selittää viimeaikaiset tuotot ja nykypäivän laajemmin valikoiman joukkovelkakirjoja ja korkorahastoja, löytyy luvun 4 kommentteista.

suoja ja mahdollisuus hyötyä hinnan ennakolta yhteinen.

Tämä voi olla hyvä paikka tehdä ehdotus "tulevaisuuden pitkäaikaisesta obligaatiosta". Miksi ei muutoksen vaikutuksia korot jaetaan käytännön ja oikeudenmukaisuuden perusteella lainanottajan ja lainanantajan välillä? Yksi mahdollisuus olisi myydä pitkäaikaisia joukkovelkakirjoja, joiden korkomaksut vaihtelevat sopiva käyvän koron indeksiksi. Tärkeimmät tulokset tällaisen järjestely olisi: (1) sijoittajan joukkovelkakirjalla olisi aina ollut pääoma-arvo noin 100, jos yritys säilyttää luottonsa luokitus, mutta saatu korko vaihtelee esimerkiksi tarjotun koron mukaan perinteisistä uusista aiheista; (2) yhtiöllä olisi Pitkäaikaisen velan edut – välttämään ongelmilta ja kustannuksilta uudelleenrahoituksen uusiminen usein, mutta sen korkokustannukset olisivat vaihtelevat vuodesta toiseen.⁴

Viimeisen vuosikymmenen aikana joukkovelkakirjasijoittaja on joutunut kohtaamaan yhä vakavampi dilemma: valitseeko hän täydellisen vakauden pääarvoltaan, mutta vaihteleva ja yleensä alhainen (lyhytaikainen) korot? Vai valitseeko hän kiinteäkorkoisen tulon, jonka pääarvo vaihtelee huomattavasti (näkyä yleensä alaspäin)? Useimpien sijoittajien olisi hyvä, jos he voisivat tehdä kompromissin näiden ääripäiden välillä ja olla varmoja siitä, että kumpikaan ei niiden korkotuotto tai pääoman arvo laskee alle a vähintään 20 vuoden aikana. Tämä voisi olla järjestetty ilman suuria vaikeuksia sopivaksi joukkovelkakirjasopimukseksi uudesta muodosta. Tärkeä huomautus: Käytännössä Yhdysvaltain hallitus on teki samanlaisen yhdistelmänsä alkuperäisistä säästöobligaatiosopimuksista ja niiden laajennuksista korkeammalla korolla. The tässä tekemämme ehdotus kattaisi pidemmän kiinteän investoinnin ajanjaksolla kuin säästöobligaatiot, ja se lisäisi joustavuutta korkomääräyksiin.*

On tuskin kannattavaa puhua ei-vaihtokelpoisesta suosituksesta osakkeet, koska niiden erityinen verotuksellinen asema tekee turvallisista paljon enemmän yritysten – esim. vakuutusyhtiöiden – toivotut omistukset

* Kuten luvun 2 ja 4 kommentoissa mainittiin, Treasury Inflation Protected Securities eli TIPS ovat uusi ja parannettu versio siitä, mitä Gra ham ehdottaa täällä.