

第20章

としての「安全マージン」 投資の中心的な概念

古い伝説では、賢者はついに歴史を煮詰めました
死すべき事柄を「これも通過する」という一言に。^{*}健全な投資の秘密を3
つの言葉に蒸留するという同様の挑戦に直面し、私たちはモットーである
MARGINOFに挑戦します。

安全性。これは、投資方針に関するこれまでのすべての議論を実行するスレッドです。
多くの場合、明示的に、場合によってはそれよりも少なくなります。

ダイレクトファッション。ここで、簡単に、接続された引数でそのアイデアを追跡してみ
ましょう。

すべての経験豊富な投資家は、安全マージンを認識しています
コンセプトは健全な絆の選択に不可欠であり、
株式。たとえば、鉄道はその合計が固定されている必要があります
5倍以上の料金（所得税控除前）、一定期間かかる
その債券が投資適格債として適格となるために、何年もの間。これ
利息の要件を超えて稼ぐ過去的能力は、
投資家を保護するために期待される安全マージン
将来的に純額が減少した場合の損失または不快感
所得。（料金の上のマージンは他の方法で述べることができます—

^{*}「東部の君主はかつて彼の賢者に彼を発明するように命じたとされています

文、これまでに見えるように、そしてそれはすべてにおいて真実で適切でなければならない
時間と状況。彼らは彼に次の言葉を提示した。

亡くなる。'どれだけ表現するのか！誇りの時間になんと懲らしめられるのでしょうか！—

苦しみの深さでなんと慰めましょう！「そしてこれもまた死ぬでしょう。」と

しかし、それが完全に真実ではないことを願っています。」—エイブラハムリンカーン、1859年9月30
日、ミルウォーキーのウィスコンシン州農業協会への演説、エイブラハムリンカーン：スピーチと執筆、
1859年から1865年（ライブラリーオブアメリカ、
1985）、vol. II, p. 101。

たとえば、利息がなくなった後、残高がなくなる前に収益または利益が減少する可能性がある割合では、基本的な考え方は同じままです。)

債券投資家は、将来の平均収益が過去と同じように機能することを期待していません。彼がそれを確信していれば、要求されるマージンは小さいかもしれません。また、将来の収益が過去よりも大幅に良くなるか低くなるかについての判断に、制御の程度に依存することはありません。そうする場合、彼は慎重に予測された収入勘定の観点からマージンを測定する必要があります。過去の記録に示されているマージンを強調すること。ここで、安全マージンの機能は、本質的に、将来の正確な見積もりを不要にする機能です。証拠金が多い場合、投資家が時間の変化から十分に保護されていると感じるためには、将来の収益が過去の収益を大きく下回ることはないと想定するだけで十分です。

あるいは、企業の総額を債務額と比較することにより、債券の安全マージンを計算することもできます。(優先株の発行についても同様の計算が行われる可能性があります。)事業に1,000万ドルの債務があり、3,000万ドルの価値がある場合、債券保有者が損失を被る。債務を超えるこの追加価値、つまり「クッション」の金額は、一定期間にわたるジュニア株式発行の平均市場価格を使用して概算できます。平均株価は一般に平均収益力に関連しているため、負債に対する「企業価値」のマージンと料金に対する収益のマージンは、ほとんどの場合、同様の結果をもたらします。

「固定バリュエーション投資」に適用される安全マージンの概念については、これだけです。普通株の分野に持ち越すことはできますか？はい。ただし、必要な変更がいくつかあります。

普通株は、良好な債券と同じくらいの安全マージンを享受しているため、健全であると見なされる場合があります。これは、たとえば、不況下で、その資産と収益力に対して安全に発行できる債券の金額よりも少ない金額で売られている普通株のみを保有している場合に発生します。*それが

*「収益力」とは、グラハムが企業の潜在的な利益を表す用語であり、彼が言うように、企業が「毎年収益を上げると予想される金額」です。

1932年から33年の低価格レベルで強力な資金を調達した産業会社のホスト。そのような場合、投資家は債券に関連する安全マージンに加えて、普通株に固有のより大きな収入と元本の上昇のすべてのチャンスを得ることができます。

(彼に欠けているのは、配当金の支払いを「その他」と主張する法的権限だけですが、これは彼の利点と比較して小さな欠点です。)このような状況で購入した普通株は、まれではありますが、理想的な組み合わせを提供します。安全性と利益の機会。この状況のごく最近の例として、1972年に企業価値4300万ドルで売却されたNational Presto Industriesの株式についてもう一度言及しましょう。税引前利益は1600万ドルで、同社はこの金額を簡単にサポートできたはずで、債券の。

通常の条件で投資のために購入された普通株では、安全マージンは、債券の現在のレートを大幅に上回る期待収益力にあります。以前の版では、この点を次の図で説明しました。

典型的なケースでは、収益力は価格の9%であり、債券レートは4%であると想定します。その場合、株式購入者は、彼に有利なように、平均年率5%の証拠金を得ることになります。超過分の一部は配当率で彼に支払われます。彼が費やしたとしても、それは彼の全体的な投資結果に入ります。未分配の残高は、彼のアカウントのビジネスに再投資されます。多くの場合、そのような再投資された利益は、彼の株の収益力と価値に見合った形で追加することができません。(だからこそ、配当で支払われた収益を事業に残された部分よりも惜しみなく評価するという頑固な癖があります。)*しかし、全体像を見ると、かなり密接な関係があります。

期間中のビジネス状況が変わらないままであるとしたら」(Security Analysis, 1934 ed., p.354)。彼の講義のいくつかは、グラハムがその用語が5年以上の期間をカバーすることを意図していたことを明らかにしています。株価収益率の逆数をとることで、大まかに、しかし便利に1株あたりの企業の収益力を概算できます。株価収益率が11の株式は、収益力が9% (または1を11で割ったもの)であると言えます。今日、「収益力」はしばしば「収益利回り」と呼ばれています。

*この問題は、第19章の解説で詳しく説明されています。

再投資された利益による企業余剰の成長と企業価値の成長の間。

10年間で、債券利息に対する株式獲得力の典型的な超過は、支払われた価格の50%を合計する可能性があります。

この数値は、非常に現実的な安全マージンを提供するのに十分です。これは、好ましい条件下で、損失を防止または最小限に抑えることができます。20銘柄以上の分散リストのそれぞれにこのようなマージンが存在する場合、「かなり正常な状態」で良好な結果が得られる確率は非常に高くなります。そのため、代表的な普通株に投資するという方針は、成功を完全に実現するために高品質の洞察と先見性を必要としません。購入が何年にもわたって市場の平均レベルで行われる場合、支払われる価格は、十分な安全マージンの保証を伴うはずで、投資家にとっての危険は、市場の上位レベルに購入を集中させること、または収益力が低下するリスクが平均以上の非代表的な普通株を購入することにあります。

ご覧のとおり、1972年の条件下での普通株投資の全体的な問題は、「典型的なケース」では、収益力が支払った価格の9%をはるかに下回っているという事実にあります。大企業の乗数が低い問題については、防衛的な投資家が

*グラハムは、1972年に彼が行った講演で、次の議論をエレガントに要約しました。そして、その安全マージンは、不十分な開発を吸収する違いです。インテリジェントインベスターの1965年版が書かれた時点で、典型的な株式は11倍の収益で売られており、債券の4%に対して約9%のリターンをもたらしました。その場合、100%を超える安全マージンがありました。現在（1972年）、株式の収益率と株式の金利に差はなく、安全の余地はないと言っています。。株式の安全マージンがマイナスになります。。。」「ベンジャミン・グラハム：セキュリティ分析についての考え」[1972年3月の北東ミズーリ州立大学ビジネススクールでの講義の写し]、財務史、no. 42、1991年3月、p. 9.9。

最近の収益の12倍で株式を取得します。つまり、収益があります。コストで8.33%のリターン。彼は約の配当利回りを得るかもしれませんが4%、そして彼は彼のコストの4.33%をビジネスに再投資するでしょう彼のアカウント。これに基づいて、過剰な株式獲得力は10年ベースの債券利息は、十分な安全マージンを構成するにはまだ小さすぎます。そのため、私たちはそれを感じます健全な共通の多様なリストにおいてさえ、今や本当のリスクがあります株式。リスクは、リストの利益の可能性によって完全に相殺される可能性があります。そして実際、投資家は負担するしかないかもしれませんそれら—そうでなければ、彼は保持するリスクがさらに高くなる可能性があります着実にドル安で支払われる固定請求のみ。それにもかかわらず、投資家は、小さな究極のリスクと組み合わされた良好な利益の可能性の古いパッケージがもはや利用できないことを認識し、可能な限り哲学的に受け入れることをお勧めします。*

ただし、高品質のために高すぎる価格を支払うリスク株式は、実際のものではありますが、直面する主な危険ではありません。証券の平均的な買い手。長年にわたる観察は投資家にとっての主な損失は購入によるものだと教えてくれました良好なビジネス条件の時に低品質の証券の。購入者は、現在の良好な収益を同等と見なします「稼ぐ力」と繁栄はと同義であると仮定します安全性。劣悪なグレードの債券や優先株がバー前後の価格で一般に販売されるのは、当時のことです。彼らは少し高い収入のリターンまたは一見魅力的です変換特権。それからまた、その普通株はあいまいな企業は、有形の企業をはるかに超える価格で変動する可能性があります投資、2、3年の優秀な力で成長。

これらの証券は、どの証券においても十分な安全マージンを提供していません。用語の許容される意味。利息および優先配当の補償範囲は、以下を含む数年にわたってテストする必要があります。できれば、1970年から71年のような異常なビジネスの期間。The普通株式の収益についても、通常、同じことが言えます。

*グラハムが1972年初頭に書いたこの段落は、2003年初頭の市況の非常に正確な説明です。(詳細については、第3章の解説。)

収益力の指標としての資格があります。したがって、晴天時の価格で取得された晴天時の投資のほとんどは、地平線が曇ったとき、そして多くの場合それよりも早く、不穏な価格下落に苦しむ運命にあります。また、投資家は、逆境を乗り越えるための真の安全マージンを持っていなかったため、最終的な回復を自信を持って数えることはできません。

成長株への投資の哲学は、部分的には類似しており、部分的には安全マージンの原則に反しています。成長株の購入者は、過去に示された平均よりも大きい期待収益力に依存しています。したがって、彼は、安全マージンを計算する際に、これらの期待される収益を過去の記録に置き換えると言うことができます。投資理論では、慎重に見積もられた将来の収益が過去の裸の記録よりも信頼性の低いガイドになるはずである理由はありません。実際、セキュリティ分析は、将来の有能に実行された評価を好むようになりつつあります。したがって、成長株アプローチは、将来の計算が保守的に行われ、支払われた価格に対して十分なマージンを示している場合、通常の投資で見られるのと同じくらい信頼できる安全マージンを提供する可能性があります。

成長株プログラムの危険性はまさにここにあります。そのような好意的な問題については、市場は将来の収益の保守的な予測によって適切に保護されない価格を設定する傾向があります。（慎重な投資の基本的なルールは、すべての見積もりが過去のパフォーマンスと異なる場合、控えめな表現の側で少なくともわずかに誤りを犯さなければならないことです。）安全マージンは常に支払った価格に依存します。ある価格では大きく、高い価格では小さく、さらに高い価格では存在しません。私たちが示唆するように、ほとんどの成長株の平均市場レベルが高すぎて買い手に十分な安全マージンを提供できない場合、この分野での分散投資の単純な手法は十分に機能しない可能性があります。賢明な個人の選択が、そのような問題全体の慣習的な市場レベルに固有の危険を克服するために、特別な程度の先見性と判断が必要となるでしょう。

安全マージンの考え方は、過小評価されている証券やバーゲン証券の分野に適用すると、はるかに明白になります。ここでは、定義上、価格との間に有利な差があります

一方では、もう一方の手で値を示したり評価したりします。それか違いは安全マージンです。それは吸収するために利用可能です誤算の影響または平均的な運よりも悪い。のバイヤー掘り出し物の問題は、の能力に特に重点を置いています不利な展開に耐えるための投資。ほとんどの場合場合によっては、彼は会社の見通しについて真の熱意を持っていません。確かに、見通しが明らかに悪い場合、投資家はどんなに安くてもセキュリティは避けましょう。しかし、の分野過小評価されている問題は、多くの懸念から引き出されています。全体の大部分—将来は明確に有望でも明確に有望でもないように見えます。これらを購入した場合掘り出し物ベースでは、収益力の適度な低下でさえ投資が満足のいく結果を示すのを妨げる必要はありません。その場合、安全マージンは適切な目的を果たします。

多様化の理論

の概念の間には密接な論理的関係があります安全マージンと多様化の原則。一方は他方と相関関係があります。投資家に有利なマージンがあっても、個々のセキュリティがうまく機能しない可能性があります。証拠金保証について彼が損失よりも利益の可能性が高いということだけです—それではありません損失は不可能です。しかし、そのようなコミットメントの数はより確実に増加すると、利益は損失の合計を超えます。それは簡単です保険引受事業の基盤。分散投資は保守的な投資の確立された信条です。それを非常に普遍的に受け入れることによって、投資家は実際に安全マージンの原則の受け入れを実証しています。多様化は仲間です。この点は、ルーレットの算術を参照することで、より色鮮やかになる可能性があります。男が\$1を賭けた場合単一の数字で、彼が勝ったときに35ドルの利益が支払われますが、彼が失う可能性は37対1です。彼は「負のマージンを持っています安全性。」彼の場合、多様化は愚かです。彼がより多くの数賭けをすると、利益で終わる可能性は低くなります。彼が定期的にすべての数字（0と00を含む）に\$1を賭ける場合、彼は確実にホイールを回すたびに\$2を失います。しかし、勝者が受け取ったとしましょう35ドルではなく39ドルの利益。そうすれば、彼は小さいながらも重要な安全マージンを得るでしょう。したがって、彼が賭ける数字が多ければ多いほど、

彼の利益の可能性が高くなります。そして彼は確実に\$2を獲得することができます
すべての数字にそれぞれ\$1を賭けるだけで、すべてのスピンで。（ちなみに、与えられた2つの例は、実際にはそれぞれを説明しています
0と00のホイールのプレーヤーと所有者の位置。)*

投資対投機の基準

一般的に投資の単一の定義がないので

受け入れ、当局はそれをほとんど次のように定義する権利を持っています
彼らはお願います。それらの多くは、投資の概念と推測の概念の間に有用な、または信頼できる違いがあることを否定しています。この懐疑論は不必要で有害であると私たちは考えています。です
それはの生来の傾倒に励ましを与えるので有害です
株式市場の興奮と危険に向けて多くの人々
投機。安全マージンの概念は次のようになることをお勧めします
投資を区別するための試金石として有利に使用されました
投機的なものからの操作。

おそらくほとんどの投機家は彼らが彼らのオッズを持っていると信じています
彼らがチャンスをつかむとき、それゆえ彼らは横たわる可能性があります
彼らの訴訟において安全マージンを主張する。一人一人が自分の購入に時間がかかる、または自分のスキルが
群衆よりも優れている、または彼の顧問またはシステムがあなたを信頼していること。しかし、そのような主張は説得力がありません。彼らは主観に基づいています
判断、有利な証拠の団体または

* 「アメリカン」ルーレットでは、ほとんどのホイールに0と00が数字とともに含まれています
1から36、合計38スロット。カジノは最大35対1のペイアウトを提供します。すべての番号に\$1を賭けたらどうなりますか？ボールが落ちるスロットは1つだけなので、そのスロットで\$ 35を獲得できますが、
他の37スロットのそれぞれで\$1を失い、純損失は\$2になります。その2ドルの差（または合計38ドルの賭けの5.26%のスプレッド）はカジノの「家」です
アドバンテージ」、平均して、ルーレットプレーヤーが常により多くを失うことを保証します
彼らが勝つよりも。ルーレットプレーヤーの利益になるのと同じように、めったに賭けない
可能であれば、ルーレット盤を回転させ続けることはカジノの利益になります。
同様に、インテリジェントな投資家は、
「損失よりも利益の方が良いチャンス」を提供する保有物。ほとんどの場合
投資家、分散投資はあなたの
安全範囲。

推論の決定的なライン。市場が上昇または下降しているという彼の理解にお金を賭けている人が、フレーズの有用な意味で安全マージンによって保護されていると言えるかどうかは非常に疑わしいです。

対照的に、この章の前半で開発した投資家の安全マージンの概念は、統計データからの単純で明確な算術的推論に基づいています。また、実際の投資経験によって十分にサポートされていると信じています。この基本的な定量的アプローチが、将来の未知の条件下で好ましい結果を示し続けるという保証はありません。しかし、同様に、このスコアに悲観的な理由はありません。

したがって、要するに、真の投資を行うには、真の安全マージンが存在する必要があると言えます。そして、真の安全マージンは、数字、説得力のある推論、および実際の経験の本体を参照することによって実証できるものです。

投資の概念の拡張

安全マージンの原則の説明を完了するには、従来型投資と非従来型投資をさらに区別する必要があります。通常のポートフォリオには、従来の投資が適切です。この見出しの下には、常に米国政府の問題と高品位の配当支払い普通株があります。免税機能で十分な恩恵を受ける人のために、州債と地方債を追加しました。

また、現在のように、米国の貯蓄債券よりも十分に多くの利回りを生み出すために購入できる最高品質の社債も含まれています。

型破りな投資とは、進取の気性のある投資家にのみ適した投資です。それらは広い範囲をカバーします。最も広いカテゴリーは、二次企業の過小評価されている普通株のカテゴリーであり、表示値の3分の2以下で購入できる場合に購入することをお勧めします。これらに加えて、見かけの価値からかなりの割引で入手できるような低価格で販売されている場合、中級社債や優先株の選択肢が広いことがよくあります。これらの場合、平均的な投資家は証券を投機的と呼ぶ傾向があります。なぜなら、彼の考えでは、彼らの最初の品質評価の欠如は投資メリットの欠如と同義だからです。

購入者が十分な情報と経験を持ち、適切な分散を実践していれば、十分に低い価格で平凡な品質のセキュリティを健全な投資機会に変えることができるというのが私たちの主張です。なぜなら、価格がかなりの安全マージンを生み出すのに十分に低い場合、それによってセキュリティは私たちの投資基準を満たします。私たちのお気に入りのサポートイラストは、不動産債の分野から取られています。1920年代には、これらの問題の数十億ドル相当が同等に販売され、健全な投資として広く推奨されました。大部分は、実際には非常に投機的な性格であるほど、債務に対する価値のマージンがほとんどありませんでした。1930年代の不況で、これらの債券の膨大な量が彼らの利子をデフォルトし、それらの価格は崩壊しました。場合によってはドルで10セント未満でした。その段階で、安全な投資として同等にそれらを推奨した同じアドバイザーは、最も投機的で魅力のないタイプの紙としてそれらを拒否していました。しかし実際のところ、約90%の価格下落により、これらの証券の多くは非常に魅力的で合理的に安全になりました。その背後にある真の価値は市場相場の4〜5倍だったからです*。

これらの債券の購入が実際に一般に「大きな投機的利益」と呼ばれるものをもたらしたという事実は、それらが低価格で真の投資品質を持つことを妨げませんでした。「投機的」利益は、異常に巧妙な投資を行ったことに対する購入者の報酬でした。注意深い分析により、価格を超える価値が大きな安全マージンを提供することが示されたため、これらは適切に投資機会と呼ぶことができます。したがって、前述の「晴天時の投資」のクラスは、ナイーブなセキュリティ購入者にとって深刻な損失の主な原因であり、後でかなり自分の価格で購入する可能性のある洗練されたオペレーターに多くの健全な利益の機会を与える可能性があります。 †

*グラハムは、良い株も悪い株もありませんと言っています。安い株と高い株しかありません。最高の会社でさえ、株価が高くなりすぎると「売り」になりますが、最悪の会社は、株価が十分に低くなると買う価値があります。 † 1999年後半から2000年初頭にかけて、テクノロジーと電気通信の株を「確かなもの」と見なしていた人々は、彼らがひどく高値だったとき、2002年には「リスクが高すぎる」と敬遠しました。

購入は常に、支払った価格よりも大きな実現を約束する徹底的な分析に基づいているため、「特別な状況」の分野全体が投資業務の定義に含まれます。繰り返しになりますが、個々のケースにはリスク要因がありますが、これらは計算で考慮され、多様な操作の全体的な結果に吸収されます。

この議論を論理的に極端に進めるために、歴史的に低価格で販売されている「普通株オプションワラント」のグループに代表されるような無形の価値を購入することによって、防御可能な投資オペレーションを設定できることを示唆するかもしれません。（この例はややショッカーとして意図されています。）*これらのワラントの全体的な価値は、関連する株式がいつかオプション価格を上回ってしまう可能性に基づいています。現時点では、行使可能な価値はありません。しかし、すべての投資は合理的な将来の期待に基づいているため、将来の強気市場が表示値と価格を大幅に上昇させる数値的な可能性の観点からこれらのワラントを見るのが適切です。そのような研究は、そのような操作で失われるよりもはるかに多くのことが得られ、最終的な利益の可能性は最終的な損失の可能性よりもはるかに優れているという結論をもたらす可能性があります。そうだとすれば、安全マージンもあります

(521ページから続く)しかし、グラハムの初期の正確な言葉では、「約90%の価格下落により、これらの証券の多くは非常に魅力的で合理的に安全になりました」。同様に、ウォール街のアナリストは、株価が高い場合は常に「強い買い」と呼び、値下がりした後は「売り」とラベル付けする傾向があります。これは、グラハム（および単純な常識）とは正反対です。指示するだろう。彼が本全体で行っているように、グラハムは、投機、つまり株価が上昇し続けることを期待して購入すること、投資すること、または基礎となるビジネスの価値に基づいて購入することを区別しています。

*グラハムは、「ワラント」の同義語として「普通株式オプションワラント」を使用しています。これは、会社が直接発行する証券であり、所有者に会社の株式を所定の価格で購入する権利を与えます。ワラントはほぼ完全にストックオプションに取って代わられています。グラハムは、彼がその例を「ショッカー」として意図していると言います。なぜなら、彼の時代でさえ、ワラントは市場で最も美しい裏水の1つと見なされていたからです。

（第16章の解説を参照してください。）

この気取らないセキュリティフォームで。十分に進取的な投資家は、その後、型破りな投資の彼の雑多にオプションワラント操作を含めることができます。

総括する

投資は、最もビジネスライクなときに最もインテリジェントになります。何人の有能なビジネスマンが、彼ら自身の事業で成功を収めてきたすべての健全な原則を完全に無視して、ウォールストリートで活動しようとしているのを見るのは驚くべきことです。しかし、すべての企業のセキュリティは、第一に、特定の企業に対する所有権の利益または主張として最もよく見なされる可能性があります。そして、ある人が証券の購入と販売から利益を上げようとすると、彼は自分自身のビジネスベンチャーに乗り出します。それが成功のチャンスを得るには、受け入れられたビジネス原則に従って実行されなければなりません。

これらの原則の最初で最も明白なものは、「あなたが何をしているのかを知っている-あなたのビジネスを知っている」です。投資家にとって、これは次のことを意味します。証券の価値について知る必要があるのと同じくらい証券の価値について知っている場合を除いて、証券から「事業利益」、つまり通常の利息と配当収入を超える収益を上げようとしなさい。あなたが製造または取引することを提案した商品。

2番目のビジネス原則：「(1)十分な注意と理解をもって彼の業績を監督できる場合、または(2)彼の誠実さと能力に暗黙の信頼を置く理由が非常に強い場合を除いて、他の人にあなたのビジネスを運営させないでください。」投資家にとって、このルールは、他の誰かが自分のお金で何をするかを決定することを許可する条件を決定する必要があります。

3番目のビジネス原則：「信頼できる計算が合理的な利益を生み出す公正な機会があることを示さない限り、操作、つまりアイテムの製造または取引を開始しないでください。」特に、得るものがほとんどなく、失うものが多いベンチャーには近づかないでください。」進取的な投資家にとって、これは彼の利益のための操作が楽観主義ではなく算術に基づくべきであることを意味します。すべての投資家にとって、それは彼が彼のリターンを小さな数字に制限するとき-以前は少なくとも従来の債券または優先株で-彼は彼の元本のかなりの部分を危険にさらしていないという説得力のある証拠を要求しなければならないことを意味します。

4番目のビジネスルールはより前向きです。「知識と経験の勇気を持ってください。事実から結論を導き出し、自分の判断が正しいとわかっている場合は、他の人が躊躇したり異なったりしても、それに基づいて行動してください。」（群衆があなたに同意しないので、あなたは正しいことでも間違っていることでもありません。あなたのデータと推論が正しいのであなたは正しいです。）同様に、証券の世界では、十分な知識とテストされた判断が手元にある後、勇気が最高の美德になります。

典型的な投資家にとって幸いなことに、彼がこれらの資質を彼のプログラムに生かす必要は決してありません。投資。満足のいく投資結果を達成することは、ほとんどの人が理解するよりも簡単です。優れた結果を達成することは、見た目よりも困難です。

第20章の解説

無限の可能性の宇宙で予期せぬことや予期しないことを予期しなかった場合、プログラム、分類、または簡単に参照できない人や何かに翻弄される可能性があります。

—エージェントフォックスモルダー、Xファイル

まず、失うな

リスクとは何ですか？

誰に、いつ尋ねるかによって、答えは異なります。1999年、リスクはお金を失うことを意味しませんでした。それは他の誰かよりも少ないお金を稼ぐことを意味しました。多くの人が恐れていたのは、日中のドットコム株の取引が以前よりもさらに速くなっていたバーベキューで誰かにぶつかったことでした。その後、突然、2003年までに、あなたがまだ残している富の痕跡を一掃するまで株式市場が下落し続ける可能性があるというリスクが発生しました。

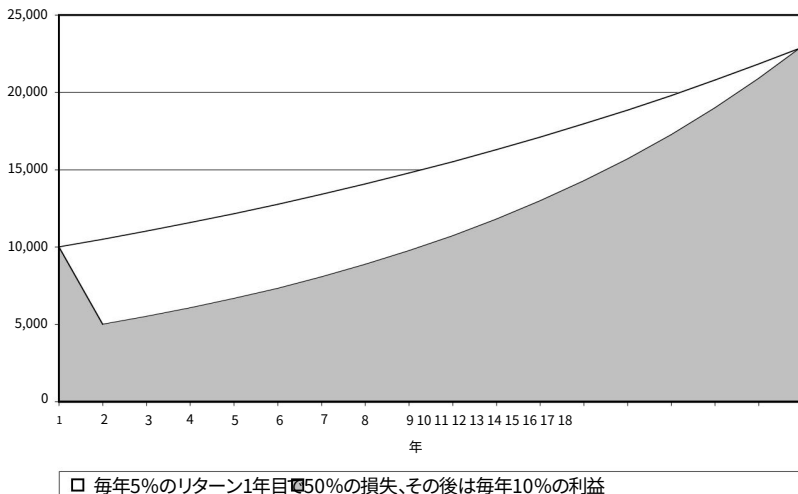
その意味は金融市場自体とほぼ同じくらい気まぐれで変動しているように見えるかもしれませんが、リスクにはいくつかの深遠で永続的な属性があります。強気市場で最大の賭けをし、最大の利益を上げる人々は、ほとんどの場合、必然的に続く熊市場で最悪の傷を負う人々です。（「正しい」ことで、投機家は自信が燃え上がるので、余分なリスクを冒すことにさらに熱心になります。）そして、大きなお金を失ったら、レーストラックのように、元の場所に戻るためだけにさらに激しくギャンブルする必要があります。またはすべての悪い賭けの後に必死に倍増するカジノギャンブラー。あなたが驚異的に幸運でない限り、それは災害のレシピです。

彼が金持ちになる方法について彼の長いキャリアの中で学んだすべてを要約するように頼まれたとき、不思議ではありません、伝説的な金融家JK

Wertheim&Co.のKlingensteinは、「負けないでください」と簡単に答えました。1これ
グラフは彼が何を意味したかを示しています：

図20-1

損失のコスト



たとえあなたが年に10%成長できると思う株を見つけたと想像してみてください
市場は毎年5%しか成長していません。残念ながら、あなたはとても熱心です
あなたが高すぎる価格を支払うと、株式は最初にその価値の50%を失います
年。株式が市場の2倍のリターンを生み出したとしても、
市場を追い抜くのには16年以上かかります—単にあなたが
最初は、多額の支払いと多額の損失を出しました。

いくらのお金を失うことは投資の必然的な部分であり、それを防ぐためにあなたができることは何もありません。しかし、インテリジェントな投資家になるには、
ほとんどまたはすべてを失うことがないように責任を持ってください
お金。ヒンドウ教の富の女神、ラクシュミは、つま先立ちで立っているように描かれることが多く、
瞬間に飛び去る準備ができています。彼女の共感を保つために—

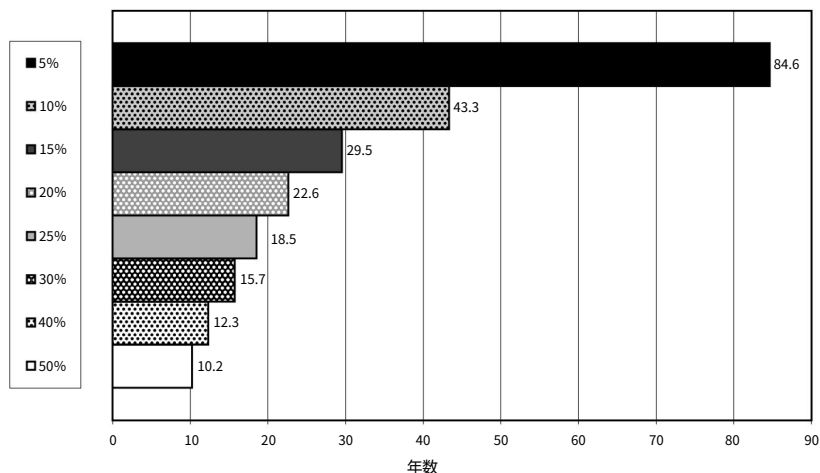
1ジェイソンツバイクの投資コンサルタントCharles Ellisが語ったように、「壁
ストリートの最も賢い人」、マネー、2001年6月、49〜52ページ。

曲がりくねった場所に、ラクシュミの信者の何人かは彼女の像を打ち倒します
 布のストリップで、またはその足を床に釘付けします。インテリジェントな投資家にとって、
 グラハムの「安全マージン」は同じ機能を実行します。
 投資に多額の支払いをすると、その可能性を最小限に抑えることができます
 富は消えるか、突然破壊されます。

これを考慮してください :1999年12月に終了する4つの四半期にわたって、
 光ファイバー会社であるJDSUniphaseCorp.は、純売上高で6億7300万ドルを生み出し、3
 億1300万ドルを失いました。その有形資産
 合計15億ドル。しかし、2000年3月7日、JDSユニフェーズの株価は急上昇しました。
 1株あたり153ドルで、会社の総市場価値はおおよそ
 1,430億ドル。2そして、ほとんどの「ニューエラ」株のように、それは墜落した。その日にそれ
 を購入し、2002年の終わりにまだそれに固執した人は誰でも
 これらの見通しに直面しました：

図20-2

壊すことさえ難しい



3月7日にピーク価格の153.421ドルでJDSUniphaseを購入した場合。
 2000年、そして2002年末（2.47ドルで終了したとき）にまだそれを保持しました、どのように
 さまざまな年次で購入価格に戻るのに長い時間がかかりますか
 平均収益率？

2 JDS Uniphaseの株価は、後の分割に備えて調整されています。

堅調な年間収益率10%であっても、この高額な購入でも損益分岐点に達するには43年以上かかります。

リスクは私たちの株にはありません、
しかし、あなたのRSE LVE S

リスクは別の側面に存在します :あなたの内側です。投資を本当によく理解していることを過大評価したり、一時的な価格の急落を乗り切る能力を過大評価したりする場合は、所有するものや市場の状況は関係ありません。結局のところ、財務リスクはあなたが持っている投資の種類ではなく、あなたがどのような投資家であるかにあります。実際のリスクを知りたい場合は、最寄りのバスルームに行き、鏡に向かってください。それは危険です、ガラスからあなたを見つめ直します。

鏡で自分を見ているとき、何に注意する必要がありますか？
ノーベル賞を受賞した心理学者のダニエル・カーネマンは、適切な決定を特徴付ける2つの要因について説明しています。

- 「十分に調整された自信」（私が思うのと同じようにこの投資を理解していますか？）
 - 「正しく予想された後悔」（分析が間違っていることが判明した場合、どのように対応しますか？）

自信が適切に調整されているかどうかを確認するには、鏡を見て、「私の分析が正しい可能性はどのくらいですか」と自問してください。これらの質問を慎重に検討してください。

- どのくらいの経験がありますか？過去に同様の決定を下した私の実績は何ですか？
 - 過去にこれを試した他の人の典型的な実績は何ですか？3私が購入している場合、他の誰かが販売しています。この他の人（または会社）が知らないことを私が知っている可能性はどのくらいありますか？

..

- .. 私売っているなら、他の誰かが買っています。この他の人（または会社）が知らないことを私が知っている可能性はどのくらいありますか？

3この質問に対する答えを熱心に調査し、その結果を正直に受け入れた人は、IPOを取引したり購入したりすることはありませんでした。

•税金と取引費用を支払った後でも、損益分岐点に達するために必要なこの投資額を計算しましたか。

次に、鏡を見て、あなたが後悔を正しく予測しているような一人の息子であるかどうかを確認します。まず、「分析が間違っていることが判明した場合の結果を完全に理解していますか？」と尋ねることから始めます。これらの点を考慮して、その質問に答えてください。

“ 私に正しければ、私はたくさんのお金を稼ぐことができます。しかし、私が間違っている場合はどうなりますか？
同様の投資の過去のパフォーマンスに基づいて、どれだけ失う可能性がありますか？

•この決定が間違っていることが判明した場合、私を乗り越える他の投資はありますか？検討している種類の投資が減少したときに、増加した実績のある株式、債券、またはファンドをすでに保有していますか？この新しい投資で私は自分の資本の多くを危険にさらしていますか？•「あなたはリスクに対して高い耐性を持っている」と自分に言い聞かせたとき、どうすればわかりますか？投資でたくさんのお金を失ったことはありますか？どう感じましたか？もっと購入しましたか、それとも保釈しましたか？•間違った時間にパニックになるのを防ぐために、自分の意志力だけに頼っていますか？それとも、分散投資、投資契約の締結、ドルコスト平均法によって、事前に自分の行動を制御しましたか？

心理学者のポール・スロヴィックの言葉を借りれば、「リスクは、確率と結果という2つの成分の等量から生まれる」ということを常に覚えておく必要があります。4投資する前に、正しい確率と間違った結果にどのように反応するかを現実的に評価していることを確認する必要があります。

PAS CAL'S WAG ER

投資哲学者のピーター・バーンスタインは、これを要約する別の方法を持っています。彼は、偉大なフランスの数学者であり神学者（1623–1662）であり、思想を生み出したブレーズパスカルに戻ってきました。

4ポール・スロヴィック、「リスクについて一般の人々に知らせ、教育する」、リスク分析、vol. 6、いいえ。4（1986）、p. 412。

不可知論者が神が存在するかどうかを賭けなければならない実験。この人が賭けに耐えなければならないアンティは、この人生における彼の行動です。ギャンブルの究極の見返りは、来世における彼の魂の運命です。この賭けの中で、パスカルは、神の存在の確率を「理由は決定できない」と主張しています。神は存在するか存在しないかのどちらかであり、理性ではなく信仰だけがその質問に答えることができます。しかし、パスカルの賭けの確率はトスアップですが、結果は完全に明確で完全に確実です。バーンスタインが説明するように：

実際には神がいないのに、あなたが神のように振る舞い、美德と禁欲の生活を送っているとしましょう。あなたは人生でいくつかのグズを手放したでしょうが、報酬もあります。さて、あなたが神がそうではないかのように行動し、実際には神がそうであるのに、罪、利己心、そして欲望の人生を過ごすとしてみましょう。あなたは生涯の比較的短い期間に楽しさとスリルを味わったかもしれませんが、審判の日がくるとあなたは大きな問題に直面します。

バーンスタインは次のように結論付けています。「不確実な状況下で意思決定を行う場合、結果が確率を支配する必要があります。私たちは未来を決して知りません。」したがって、グラハムがこの本のすべての章であなたに思い出させたように、賢い投資家は分析を正しくすることに集中するだけではありません。また、分析が間違っていることが判明した場合は、損失を防ぐ必要があります。最良の分析でさえ、少なくとも一部の時間はそうなるからです。投資期間のある時点で少なくとも1つの間違いを犯す確率は、事実上100%であり、それらの確率は完全にあなたのコントロールの外にあります。ただし、間違っていることの結果を制御することはできます。多くの「投資家」は、1999年に本質的にすべての資金をドットコム株に投資しました。1999年にMoneyMagazineが行った1,338人のアメリカ人のオンライン調査によると、彼らの10分の1近くがインターネット株に少なくとも85%のお金を持っていました。グラハムの安全マージンの要求を無視することにより、これらの人々はパスカルの賭けの反対側を取りました。彼らが存在する確率を知っていたことは確かです

5 「TheWager」、ブレイズ・パスカル、パンセ（ペンギンブックス、ロンドンとニューヨーク、1995年）、122～125ページ。Peter L. Bernstein, Against the Gods (John Wiley & Sons, New York, 1996)、pp.68-70; Peter L. Bernstein、「弱強五歩格の決定理論」、経済学とポートフォリオ戦略、2003年1月1日、p. 2.2。

そうです、彼らは間違っているという結果から身を守るために何もしてませんでした。

持ち株を永続的に多様化し、マーケット氏の最新のクレイジーなファッションでお金を投げかけることを拒否するだけで、次のことができます。
あなたの過ちの結果が決して壊滅的ではないことを確認してください。マーケット氏があなたに何を投げても、あなたはいつも
「これもまた亡くなる」と静かに自信を持って言える。

追記

私たちは、ウォール街で自分や他の人々の資金を処理するために人生の大部分を費やした2人のパートナーをよく知っています。いくつかの困難な経験は、世界ですべてのお金を稼ごうとするよりも、安全で注意深い方が良いことを彼らに教えました。彼らは、セキュリティ運用に対してかなりユニークなアプローチを確立しました。これは、優れた利益の可能性と健全な価値を組み合わせたものです。彼らは、高すぎると思われるものを避け、魅力的でなくなったと思われるレベルに進んだ問題を処理するには速すぎました。彼らのポートフォリオは常に十分に多様化されており、100を超えるさまざまな問題が提示されていました。このように、彼らは一般市場での長年の浮き沈みを通して非常にうまくいきました。彼らは、管理のために受け入れた数百万の資本の平均で年間約20%であり、クライアントはその結果に非常に満足していました。*この本の初版が登場した年に、パートナーに機会が提供されました。'成長する企業の半分の利息を購入するための資金。何らかの理由で、業界は当時ウォール街の魅力を持っておらず、取引はかなりの数の重要な家によって拒否されていました。しかし、このペアは会社の可能性に感銘を受けました。彼らにとって決定的なのは、現在の収益と資産価値に比べて価格が中程度であったことです。パートナーは買収を進め、金額は資金の約5分の1になりました。彼らは繁栄した新しいビジネスの利益と密接に同一視されるようになりました。†

*グラハムが恥ずかしそうに言及している2つのパートナーは、ジェロームニューマンとベンジヤミングラハム自身です。† Grahamは、Government Employees Insurance Co. (GEICO) について説明しています。この会社では、彼とNewmanが1948年に50%の利息を購入しました。

実際、それは非常にうまくいったので、その株の価格は、半分の利子に対して支払われた価格の200倍以上に上昇しました。前進は実際の利益の伸びをはるかに上回り、ほぼ当初から、パートナー自身の投資基準の観点からは見積もりが高すぎるように見えました。しかし、彼らは会社を一種の「家業」と見なしていたため、目覚ましい価格上昇にもかかわらず、株式の実質的な所有権を維持し続けました。ファンドの多くの参加者が同じことを行い、この1つの企業と、後に組織された関連会社を保有することで億万長者になりました。^{*}皮肉なことに、この単一の投資決定から生じる利益の合計は、すべての合計をはるかに上回りました。他の企業は、パートナーの専門分野での20年間の幅広い業務を通じて実現しました。これには、多くの調査、無限のボンデリング、および無数の個別の決定が含まれます。

インテリジェントな投資家にとってのこの価値の物語には道徳がありますか？
 明らかなものは、ウォール街でお金を稼ぎ、維持するためのいくつかの異なる方法があるということです。もう1つは、それほど明白ではありませんが、1つの幸運な休憩、または1つの非常に賢明な決定（それらを区別できますか？）は、ジャーニーマンの努力の生涯以上にカウントされる可能性があります。準備と規律ある能力の背景が存在します。

これらの機会が彼の特定のドアをノックするように、十分に確立され認識される必要があります。しなければならない

彼がTheIntelligentInvestorを書き終えた頃。GrahamとNewmanがGEICOに投入した712,500ドルは、当時のファンドの資産の約25%でした。グラハムは、長年GEICOの取締役会のメンバーでした。運命の素晴らしいひねりの中で、グラハムの最も偉大な学生であるウォレン・バフェットは、1976年にGEICOに莫大な賭けをしました。その時まで、大手保険会社は破産の危機に瀕していました。それはバフェットの最高の投資の1つでもあることが判明しました。

^{*}法的な専門性のため、グラハムとニューマンは米国証券取引委員会から、グラハムニューマンコーポレーションのGEICO株式をファンドの株主に「スピンオフ」または分配するように指示されました。1948年の初めにGraham-Newmanの100株（11,413ドル相当）を所有し、その後GEICOの分配を保持した投資家は、1972年までに166万ドルを保有していました。GEICOの「後期組織の関連会社」にはGovernment EmployeesFinancialCorpが含まれていました。およびCriterionInsuranceCo.

利用する手段、判断力、勇気を持っている

そのうちの。

もちろん、すべての人に同じような素晴らしい体験を約束することはできません
賢明で警戒心を持ち続けるインテリジェントな投資家
年。 JJラスコブのスローガンで終わらせない
最初はからかわれました：「誰もが金持ちになることができます。」しか
し、興味深い可能性は金融シーンにたくさんあり、インテリジェントで進取
的な投資家は両方を見つけることができるはずです
この3つのリングのサーカスでの楽しみと利益。興奮が保証されます。

ポストスクリプトに関する解説

成功

投資とは、リスクを回避することではなく、リスクを管理することです。一見すると、グラハムが彼の資金の25%を単一の株に入れていることに気付いたとき、彼は投資家のお金で乱暴にギャンブルをしていると思うかもしれませんが。しかし、グラハムが少なくとも彼が支払った金額でGEICOを清算できることを入念に確立したことを発見すると、グラハムはほとんど財務リスクを負っていないことが明らかになります。

しかし、彼は非常に未知の株にそのような大きな賭けの心理的リスクを取るために大きな勇気を必要としました。¹そして今日の見出しは恐ろしい事実と

未解決のリスクでいっぱいです :1990年代の強気市場の死、経済成長の鈍化、企業レート詐欺、テロと戦争の見物人。「投資家は不確実性を好まない」と、市場ストラテジストは現在、金融テレビや今日の新聞で注目を集めています。しかし、投資家は不確実性を好んだことはありません。それでも、それは投資業界の最も基本的で永続的な条件です。いつもそうだったし、これからもそうなるだろう。本質的に、「不確実性」と「投資」は同義語です。現実の世界では、特定の時期が株式を購入するのに最適な時期であるかどうかを確認する機能が誰にも与えられていません。将来の救いの信仰がなければ、誰も投資することはありません。投資家になるには、より良い明日を信じる必要があります。

最も識字率の高い投資家であるグラハムは、ホメロス、アルフレッドテニスン、ダンテの詩を通して語られたユリシーズの物語を愛していました。人生の後半、グラハムは、ユリシーズがヘラクレスの門を越えて未知の海に西に向かって航海するように乗組員を鼓舞したと述べたとき、ダンテの地獄篇のシーンを楽しんだ。

¹グラハムの逸話は、彼ほど優秀ではない私たちが、単一の投資に多額の資金を投入するリスクから保護するために、常に多様化する必要があることを強く思い出させます。グラハム自身がGEICOが「幸運な休憩」であったことを認めたとき、それは私たちのほとんどがそのような素晴らしい機会を見つけることができると期待できないという合図です。投資がギャンブルに衰退するのを防ぐために、あなたは多様化する必要があります。

「兄弟よ」と私は言いました。「10万の危険が西に達した後、まだ私たちの感覚に残っているこの小さな目覚めている警戒の中で、太陽の後ろにある無人の世界の経験を避けないようにしましょう。

あなたが生まれた種を考えてみてください。あなたは獣のように生きるのではなく、美德と理解を求めるように作られました。」

この小さな演説で、私は船員を航海に熱心にさせたので、彼らを引き留めることは傷つくでしょう。

そして、私たちは船尾を朝に向けて振り、オールを翼に変えて野生の飛行をしました。

投資も冒険です。経済の未来は常に未知の世界です。グラハムをガイドとして、生涯にわたる投資の航海は、冒険的であると同時に安全で自信を持っている必要があります。