

Η βίβλος των επενδύσεων από τον σπουδαιότερο σύμβουλο του εικοστού αιώνα

Benjamin Graham

Ο ΕΞΥΠΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ

Συμβουλευτική και πρακτική άσκηση



Περιεχόμενα

Πρόλογος στην Τέταρτη Έκδοση από τον Warren E. Buffett	13
Ένα σημείωμα για τον Μπέντζαμιν Γκράχαμ από τον Jason Zweig	17
Εισαγωγή: Τι προσπαθεί να επιτύχει αυτό το βιβλίο;	21
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΣΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ	31
1. Επενδύσεις έναντι κερδοσκοπίας: Αποτελέσματα που πρέπει να αναμένονται από τον έξυπνο επενδυτή	37
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 1	53
2. Ο επενδυτής και ο πληθωρισμός	65
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 2	75
3. Ένας αιώνας ιστορίας της χρηματιστηριακής αγοράς: Το επίπεδο των τιμών των μετοχών στις αρχές του 1972	81
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 3	95
4. Γενική πολιτική χαρτοφυλακίου: Ο αμυντικός επενδυτής	103
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 4	115
5. Ο αμυντικός επενδυτής και οι κοινές μετοχές	125
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 5	135
6. Πολιτική χαρτοφυλακίου για τον επιχειρηματία επενδυτή: Αρνητική προσέγγιση	143
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 6	154
7. Πολιτική χαρτοφυλακίου για τον επιχειρηματία επενδυτή: Θετική προσέγγιση	163
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 7	185
8. Ο επενδυτής και οι διακυμάνσεις της αγοράς	193
ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 8	215

10	Ο έξυπνος επενδυτής	
9.	Επένδυση σε επενδυτικά κεφάλαια	227
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 9	242
10.	Ο επενδυτής και οι σύμβουλοί του	255
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 10	269
11.	Ανάλυση χρεογράφων για τον απλό επενδυτή: Γενική προσέγγιση	277
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 11	297
12.	Πράγματα που πρέπει να σκεφτείτε όσον αφορά τα κέρδη ανά μετοχή	305
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 12	316
13.	Μια σύγκριση τεσσάρων εισηγμένων εταιρειών	323
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 13	331
14.	Επιλογή μετοχών για τον αμυντικό επενδυτή	339
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 14	357
15.	Επιλογή μετοχών για τον επιχειρηματία επενδυτή	367
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 15	385
16.	Μετατρέψιμοι τίτλοι και τίτλοι κτήσης μετοχών	391
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 16	405
17.	Τέσσερις εξαιρετικά διδακτικές ιστορίες περιπτώσεων	409
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 17	424
18.	Σύγκριση ανάμεσα σε οκτώ ζευγάρια εταιρειών	431
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 18	457
19.	Μέτοχοι και διαχείριση: Πολιτική μερισμάτων	469
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 19	478
20.	«Περιθώριο ασφαλείας» ως κεντρική έννοια της επένδυσης	491
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 20	502
	Υστερόγραφο	509
	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΣΤΟ ΥΣΤΕΡΟΓΡΑΦΟ	512
	Παραρτήματα	515
1.	Οι υπερ-επενδυτές των Graham και Doddsville	515
2.	Σημαντικοί κανόνες σχετικά με τη δυνατότητα φορολόγησης του εισοδήματος επενδύσεων και των συναλλαγών τίτλων (το 1972)	538
3.	Τα βασικά της φορολογίας των επενδύσεων (Ενημερώθηκε από το 2003)	539
4.	Η νέα κερδοσκοπία στις κοινές μετοχές	540

5. Ιστορικό περίπτωσης: Aetna Maintenance Co.	551
6. Φορολογική λογιστική για την αγορά των μετοχών της Sharon Steel από την NVF	553
7. Τεχνολογικές εταιρείες ως επενδύσεις	554
Σημειώσεις τέλους	555
Ευχαριστίες από τον Jason Zweig	565
Ευρετήριο	567

Το κείμενο που αναπαράγεται εδώ είναι η τέταρτη αναθεωρημένη έκδοση, που ενημερώθηκε από τον Γκράχαμ το 1971–1972 και δημοσιεύτηκε αρχικά το 1973. Λάβετε υπόψη ότι το κείμενο των αρχικών υποσημειώσεων του Γκράχαμ (που περιγράφεται στα Κεφάλαιά του με εκθετικούς αριθμούς) βρίσκεται στην ενότητα «Σημειώσεις τέλους», που αρχίζει στη σελ. 555. Οι νέες υποσημειώσεις που παρουσίασε ο Jason Zweig εμφανίζονται στο κάτω μέρος των σελίδων του Γκράχαμ (και, στη γραμματοσειρά που χρησιμοποιείται εδώ, ως περιστασιακές προσθήκες στις υποσημειώσεις του Γκράχαμ).

Πρόλογος στην Τέταρτη Έκδοση από τον Warren E. Buffett

Διάβασα την πρώτη έκδοση αυτού του βιβλίου στις αρχές του 1950, όταν ήμουν δεκαεννέα ετών. Σκέφτηκα τότε ότι ήταν μακράν το καλύτερο βιβλίο για την επένδυση που έχει γραφτεί ποτέ. Εξακολουθώ να πιστεύω ότι είναι.

Η επιτυχής επένδυση σε όλη τη διάρκεια της ζωής δεν απαιτεί ένα εξαιρετικό IQ, ασυνήθιστες επιχειρηματικές γνώσεις ή εξειδικευμένες πληροφορίες. Αυτό που χρειάζεται είναι ένα υγιές νοητικό πλαίσιο για τη λήψη αποφάσεων και την ικανότητα να εμποδίζονται τα συναισθήματα να διαβρώσουν αυτό το πλαίσιο. Αυτό το βιβλίο ορίζει με ακρίβεια και σαφήνεια το κατάλληλο πλαίσιο. Πρέπει να παρέχετε τη συναισθηματική πειθαρχία.

Αν ακολουθήσετε τις αρχές συμπεριφοράς και τις επιχειρηματικές αρχές που υποστηρίζει ο Γκράχαμ - και αν δώσετε ιδιαίτερη προσοχή στις σημαντικές συμβουλές στα Κεφάλαια 8 και 20 -, τα αποτελέσματα των επενδύσεών σας θα είναι ικανοποιητικά. (Αυτό αντιπροσωπεύει περισσότερο ένα επίτευγμα, σε σχέση με αυτό που νομίζετε.) Το αν επιτυγχάνετε εξαιρετικά αποτελέσματα θα εξαρτηθεί από την προσπάθεια και τη νοημοσύνη που θα αξιοποιήσετε στις επενδύσεις σας, καθώς και από το εύρος του παραλογισμού της χρηματιστηριακής αγοράς που επικρατεί κατά τη διάρκεια της επενδυτικής σας σταδιοδρομίας. Όσο πιο ανόητη είναι η συμπεριφορά της αγοράς, τόσο μεγαλύτερη είναι η ευκαιρία για τον επιχειρηματικό επενδυτή. Παρακολουθήστε τον Γκράχαμ και θα επωφεληθείτε από τον παραλογισμό, αντί να συμμετέχετε σε αυτόν.

Για μένα, ο Μπεν Γκράχαμ ήταν κάτι παραπάνω από συγγραφέας ή δάσκαλος. Αν εξαιρέσω τον πατέρα μου, επηρέασε τη ζωή μου περισσότερο από κάθε άλλον. Λίγο μετά τον θάνατο του Ben το 1976, έγραψα στη μνήμη του το ακόλουθο σύντομο αφιέρωμα στο *Financial Analyst Journal*. Καθώς διαβάζετε το βιβλίο, πιστεύω ότι θα αντιληφθείτε μερικές από τις ιδιότητες που ανέφερα σε αυτό το αφιέρωμα.

BENJAMIN GRAHAM
1894–1976

Πριν από αρκετά χρόνια ο Γκράχαμ, που τότε ήταν σχεδόν ογδόντα ετών, εμπιστεύτηκε σε έναν φίλο τη σκέψη ότι ήλπιζε κάθε μέρα να κάνει «κάτι ανόητο, κάτι δημιουργικό και κάτι γενναιοδωρο».

Η συμπερίληψη αυτού του πρώτου, ιδιάζοντα στόχου αντανακλούσε το ταλέντο του στη διαμόρφωση ιδεών σε μία μορφή βάσει της οποίας επεδίωκε να αποφεύγονται τυχόν αποχρώσεις νοθεσίας ή αλαζονείας. Αν και οι ιδέες του ήταν εξαιρετικές, αναμφισβήτητα η εφαρμογή τους ήταν ήπια.

Οι αναγνώστες αυτού του περιοδικού δεν χρειάζονται καμία επεξήγηση των επιτευγμάτων του με βάση το επίπεδο δημιουργικότητας. Σε σπάνιες περιπτώσεις ο ιδρυτής ενός τομέα δεν διαπιστώνει ότι το έργο του επισκιάστηκε από τους διαδόχους του.

Όμως, αν και έχουν περάσει άνω των σαράντα ετών από την έκδοση του βιβλίου, που προκάλεσε τη συγκεχυμένη δραστηριότητα της δομής και της λογικής, είναι δύσκολο να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν πιθανοί υποψήφιοι ακόμη και για να είναι επιλαχόντες στον τομέα της ανάλυσης ασφάλειας. Σε έναν τομέα στο πλαίσιο του οποίου πολλά φαίνονται παιδαριώδη μέσα σε εβδομάδες ή μήνες μετά τη δημοσίευση, οι αρχές του Ben εξακολούθησαν να είναι σημαντικές. (Η αξία τους συχνά ενισχύεται και γίνεται επαρκέστερα κατανοητή στον απόηχο των οικονομικών διαταραχών που έθεσαν στο περιθώριο πιο αδύναμες νοητικές δομές.) Η συμβουλή του όσον αφορά το τι είναι σημαντικό ωφελούσε συνεχώς όσους τον εμπιστευόνταν, ακόμη και κείνους οι φυσικές ικανότητες των οποίων υστερούσαν έναντι των πιο ταλαντούχων επαγγελματιών που είχαν πορεία κατώτερη του αναμενομένου επειδή υιοθέτησαν συμβουλές οι οποίες βασιζόνταν στην προβολή της ευφυΐας ή σε ό,τι ήταν της μόδας.

Μια αξιοσημείωτη πτυχή της κυριαρχίας του Ben στο επαγγελματικό του πεδίο ήταν το ότι τα κατάφερε χωρίς να υιοθετεί την άποψη ότι η νοητική δραστηριότητα επικεντρώνεται σε έναν μόνο σκοπό. Ήταν, μάλλον, το τυχαίο υποπροϊόν μιας διάνοιας, το εύρος της οποίας σχεδόν ξεπέρασε τα όρια του ορισμού. Δεν έχω ποτέ συναντήσει κάποιον με τέτοιο μυαλό.

Ανατρέχοντας στο παρελθόν, ουσιαστικά θυμάμαι έναν συνεχή ενθουσιασμό για νέα γνώση, καθώς και μια ικανότητα να την αναδιατυπώσει σε μια μορφή που εφαρμόζεται σε φαινομενικά μη σχετιζόμενα προβλήματα, μέσω των οποίων γινόταν εμφανής ο τρόπος σκέψης του σε κάθε τομέα.

Αλλά το τρίτο βασικό χαρακτηριστικό του (η γενναιοδωρία του) τον ξεχώρισε απ' όλους τους υπόλοιπους. Ήξερα τον Ben ως δάσκαλο, εργοδότη και φίλο. Σε κάθε σχέση, ακριβώς όπως συμβαίνει με όλους τους μαθητές, τους υπαλλήλους και τους φίλους του, υπήρχε μια συνεχής και άνευ όρων γενναιοδω-

ρία ιδεών, χρόνου και πνεύματος. Εάν ήταν αναγκαία η διαύγεια σκέψης, δεν υπήρχε καλύτερη επιλογή για μένα. Και αν χρειαζόταν ενθάρρυνση ή συμβουλή, ο Ben ήταν εκεί.

Ο Walter Lippmann έκανε λόγο για άντρες που φυτεύουν δέντρα όπου άλλοι θα κάθονταν κάτω από αυτά. Ο Μπεν Γκράχαμ ήταν ένας τέτοιος άνθρωπος.

Επανεκτύπωση από το *Financial Analysts Journal*, November/December 1976.

Ένα σημείωμα για τον Μπέντζαμιν Γκράχαμ από τον Jason Zweig

Ποιος ήταν ο Μπέντζαμιν Γκράχαμ και γιατί να τον ακούσετε;

Ο Γκράχαμ δεν ήταν μόνο ένας από τους καλύτερους επενδυτές που έζησαν ποτέ· ήταν και το μεγαλύτερο πρακτικό μυαλό, ως προς τις επενδύσεις, όλων των εποχών. Πριν τον Γκράχαμ, οι διαχειριστές χρημάτων συμπεριφέρονταν σαν μεσαιωνική συντεχνία, καθοδηγούμενη σε μεγάλο βαθμό από δεισιδαιμονίες, εικασίες και απόκρυφες τελετουργίες. Η *Ανάλυση Ασφάλειας* του Γκράχαμ ήταν το εγχειρίδιο που μεταμόρφωσε αυτόν τον οπισθοδρομικό κύκλο σε ένα σύγχρονο επάγγελμα.*

Και ο *Έξυπνος Επενδυτής* είναι το πρώτο βιβλίο που περιγράφει, όσον αφορά μεμονωμένους επενδυτές, το συναισθηματικό πλαίσιο και τα αναλυτικά εργαλεία που είναι απαραίτητα για την οικονομική επιτυχία. Εξακολουθεί να αποτελεί το καλύτερο βιβλίο με αντικείμενο τις επενδύσεις, για το ευρύ κοινό, που γράφτηκε ποτέ. Ο *Έξυπνος Επενδυτής* ήταν το πρώτο βιβλίο που διάβασα, το 1987, όταν εργαζόμουν στο περιοδικό Forbes ως νεαρός δημοσιογράφος. Τότε, με εντυπωσίασε η βεβαιότητα του Γκράχαμ ότι, αργά ή γρήγορα, όλες οι αγορές που εμφάνιζαν άνοδο (bull markets) δεν θα έχουν ευτυχή κατάληξη. Εκείνον τον Οκτώβριο, οι μετοχές των ΗΠΑ υπέστησαν το χειρότερο μονοήμερο κραχ στην ιστορία, και εγώ έμεινα άναυδος. (Σήμερα, μετά την εντονότατη ανοδική αγορά (bull market) στα τέλη της δεκαετίας του 1990, και την απότομη πτωτική αγορά (bear market) που ξεκίνησε στις αρχές του 2000, ο *Έξυπνος Επενδυτής* είναι ένα βιβλίο πιο επίκαιρο από κάθε άλλη χρονική περίοδο.)

Ο Γκράχαμ αξιοποίησε τη διορατικότητά του με τον δύσκολο τρόπο: νιώθοντας από πρώτο χέρι την αγωνία της οικονομικής απώλειας και μελετώντας για δεκαετίες την ιστορία και την ψυχολογία των αγορών. Γεννήθηκε στις 9 Μαΐου 1894 στο Λονδίνο. Ο πατέρας του ήταν έμπορος κινέζικων πιάτων και ειδωλίων.** Η οικογένεια μετακόμισε στη Νέα Υόρκη όταν ο Βεν ήταν ενός έτους. Στην αρχή ζούσαν μια καλή ζωή, στην 5η Λεωφόρο, έχοντας μία οικιακή βοηθό, μία μαγειρίσσα και μία Γαλλίδα γκουβερνάντα.

* Γραμμένο μαζί με τον David Dodd, με πρώτη έκδοση το 1934.

** Οι Grossbaums άλλαξαν το όνομά τους σε Γκράχαμ κατά τη διάρκεια του Α΄ Παγκοσμίου πολέμου, όταν τα γερμανόφωνα ονόματα θεωρούνταν ύποπτα.

Όμως, ο πατέρας του Βεν πέθανε το 1903, η άλλοτε ακμάζουσα επιχείρηση παρέπαιε, και η οικογένεια άρχισε να βιώνει συνθήκες φτώχειας. Η μητέρα του Βεν μετέτρεψε το σπίτι τους σε οικοτροφείο. Στη συνέχεια, εξαιτίας του ότι δανείστηκε χρήματα για να ανταλλάξει μετοχές «στο περιθώριο» («on margin»), καταστράφηκε οικονομικά την περίοδο του κραχ το 1907. Για το υπόλοιπο της ζωής του, ο Βεν θα θυμάται την ταπείνωση που αισθάνθηκε κατά την εξαργύρωση της επιταγής για τη μητέρα του, όταν άκουσε τον ταμιά της τράπεζας να τον ρωτά: «Είναι η Dorothy Grossbaum εντάξει με πέντε δολάρια;».

Ευτυχώς γι' αυτόν, κέρδισε μια υποτροφία στο Columbia, όπου του δόθηκε η ευκαιρία να αξιοποιήσει πλήρως το εξαιρετικό μυαλό του. Αποφοίτησε το 1914, δεύτερος στην τάξη του. Πριν τη λήξη του τελευταίου εξαμήνου της φοίτησής του τρία τμήματα (Αγγλικών, φιλοσοφίας και μαθηματικών) του ζήτησαν να ενταχθεί στο διδακτικό προσωπικό. Ήταν 20 ετών.

Αντί να γίνει ακαδημαϊκός, ο Γκράχαμ αποφάσισε να στραφεί στη Γουόλ Στριτ. Ξεκίνησε ως υπάλληλος σε μια εταιρεία διαπραγμάτευσης ομολόγων, σύντομα έγινε αναλυτής, μετά συνέταιρος, και λίγο αργότερα εξασφάλισε τη δική του επενδυτική συνεργασία.

Αναμφισβήτητα, η ραγδαία εξέλιξη του ίντερνετ δεν θα εξέπληττε τον Γκράχαμ. Τον Απρίλιο του 1919 πέτυχε 250% απόδοση την πρώτη ημέρα των συναλλαγών με τη Savold Tire, μια νέα προσφορά στην ακμάζουσα αυτοκινητοβιομηχανία. Από τον Οκτώβριο η εταιρεία είχε χαρακτηριστεί απάτη και η μετοχή ήταν άχρηστη.

Ο Γκράχαμ έγινε ειδικός στο να ερευνά μετοχές με λεπτομερέστατο, σχεδόν μοριακό τρόπο. Το 1925, επεξεργαζόμενος τις ασαφείς εκθέσεις που υποβάλλονταν από πετρελαιογούς στη Διαπολιτειακή Επιτροπή Εμπορίου των ΗΠΑ (U.S. Interstate Commerce Commission), πληροφορήθηκε ότι η Northern Pipe Line Co. - στη συνέχεια, τα αντάλλαξε με \$65 ανά μερίδιο μετοχής - διατηρούσε τουλάχιστον \$80 ανά μερίδιο μετοχής σε ομόλογα υψηλής αξιολόγησης. (Αγόρασε τη μετοχή, πίεσε τους διαχειριστές της να αυξήσουν το μέρισμα, και απέκτησε \$110 ανά μερίδιο μετοχής τρία χρόνια αργότερα.)

Παρά το ότι υπέστη οδυνηρή ζημία, της τάξεως σχεδόν του 70%, κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Κρίσης της περιόδου 1929–1932, ο Γκράχαμ επεβίωσε. Ακολουθώντας, στον απόηχο της κρίσης, επωφελήθηκε αξιοποιώντας ευκαιρίες μέσα από τα συντρίμια της ανοδικής αγοράς (bull market). Δεν υπάρχουν ακριβή στοιχεία των πρώτων αποδόσεων που εξασφάλισε ο Γκράχαμ, αλλά από το 1936 μέχρι τη συνταξιοδότησή του το 1956, η Graham-Newman Corp. κέρδιζε τουλάχιστον 14,7% ετησίως, έναντι 12,2% για το χρηματιστήριο στο σύνολό του. Πρόκειται για μία τις καλύτερες μακροπρόθεσμες καταγραφές στην ιστορία της Γουόλ Στριτ.*

* Η Graham-Newman Corp. ήταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ανοικτού τύπου (βλ. Κεφάλαιο 9) που διαχειριζόταν ο Γκράχαμ σε συνεργασία με τον Jerome Newman, που ήταν και ο ίδιος ένας εξειδικευμένος επενδυτής. Όσον αφορά μεγάλο τμήμα της ιστορίας του, το κεφάλαιο ήταν μη προσβάσιμο σε νέους επενδυτές. Είμαι ευγνώμων που ο Walter Schloss μου παρείχε σημαντικά δεδομένα για τον υπολογισμό των αποδόσεων της Graham-Newman's. Το 20% ετήσιας μέσης απόδοσης που παραθέτει ο Γκράχαμ στο υστερόγραφο του φαίνεται πως δεν λαμβάνει υπόψη τις αμοιβές διαχείρισης.

Πώς το έκανε ο Γκράχαμ; Συνδυάζοντας τις εξαιρετικές διανοητικές του δυνάμεις με βαθιά κοινή λογική και τεράστια εμπειρία, ο Γκράχαμ ανέπτυξε τις βασικές αρχές του, οι οποίες σήμερα έχουν την ίδια εγκυρότητα με την περίοδο που ζούσε:

- Μια μετοχή συνιστά ιδιοκτησιακό συμφέρον σε μια πραγματική επιχείρηση, με υποκείμενη αξία που δεν εξαρτάται από την τιμή του μεριδίου των μετοχών της.
- Η αγορά είναι ένα εκκρεμές που αιωρείται για πάντα μεταξύ μη βιώσιμης αισιοδοξίας (που καθιστά τις μετοχές υπερβολικά ακριβές) και αδικαιολόγητης απαισιοδοξίας (που τις καθιστά πολύ φθηνές). Ο Έξυπνος Επενδυτής είναι ένας ρεαλιστής που πουλάει σε αισιόδοξους και αγοράζει από απαισιόδοξους.
- Η μελλοντική αξία κάθε επένδυσης εξαρτάται από την υφιστάμενη τιμή της. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή που πληρώνετε, τόσο χαμηλότερη θα είναι η απόδοσή σας.
- Ανεξάρτητα από το πόσο προσεκτικοί είστε, ένας κίνδυνος που κανένας επενδυτής δεν μπορεί ποτέ να εξαλείψει είναι ο κίνδυνος να κάνει λάθος. Μόνο μέσω της επιμονής σας σε ό,τι ο Γκράχαμ αποκάλεσε «περιθώριο ασφαλείας» - μην πληρώνετε ποτέ υπερβολικά, ανεξάρτητα από το πόσο συναρπαστική φαίνεται να είναι μια επένδυση – θα είστε σε θέση να ελαχιστοποιήσετε τις πιθανότητες λάθους σας.
- Το μυστικό της οικονομικής σας επιτυχίας βρίσκεται μέσα σας. Αν γίνετε ένας κριτικός στοχαστής που δεν βασίζεται σε κανένα «γεγονός» της Γουόλ Στριτ, και επενδύετε επιδεικνύοντας υπομονή, μπορείτε να εξασφαλίσετε σταθερό πλεονέκτημα ακόμη και στις δυσμενέστερες πτωτικές αγορές. Αναπτύσσοντας πειθαρχία και θάρρος, έχετε το περιθώριο να μην επιτρέψετε στις διακυμάνσεις της διάθεσης των άλλων ανθρώπων να επηρεάσουν το οικονομικό σας πεπρωμένο. Στο τέλος, το πώς συμπεριφέρονται οι επενδύσεις σας καθίσταται πολύ λιγότερο σημαντικό από το πώς συμπεριφέρεστε εσείς.

Ο στόχος αυτής της αναθεωρημένης έκδοσης του Έξυπνου Επενδυτή είναι να εφαρμοστούν οι ιδέες του Γκράχαμ στις σημερινές χρηματοοικονομικές αγορές, με το κείμενό του να παραμένει εξολοκλήρου ανέπαφο (με εξαίρεση τις υποσημειώσεις για διευκρίνιση).^{*} Μετά από κάθε ένα από τα κεφάλαια του Γκράχαμ, θα βρείτε ένα νέο σχόλιο. Σε αυτές τις κατευθυντήριες γραμμές του αναγνώστη, έχω προσθέσει πρόσφατα παραδείγματα, βάσει των οποίων θα κατανοήσετε πλήρως πόσο σχετικές (και πόσο απελευθερωτικές) εξακολουθούν να είναι μέχρι σήμερα οι αρχές του Γκράχαμ.

Ζηλεύω τον ενθουσιασμό σας και την ευχαρίστησή σας που διαβάζετε για πρώτη φορά το αριστούργημα του Γκράχαμ – ή ακόμα και την τρίτη ή τέταρτη φορά. Όπως συμβαίνει με όλα τα κλασικά κείμενα, αλλάζει τον τρόπο με τον οποίο αντιλαμβανόμαστε τον κόσμο και ανανεώνεται το ίδιο μέσω της ενημέρωσής μας. Μάλιστα, όσο περισσότερο διαβάζετε, τόσο καλύτερο γίνεται. Με τον Γκράχαμ ως οδηγό, θα γίνετε εγγυημένα ένας πιο *έξυπνος* επενδυτής.

^{*} Το κείμενο που αναπαράγεται εδώ είναι η Τέταρτη Αναθεωρημένη Έκδοση, ενημερωμένη από τον Γκράχαμ κατά τη διάρκεια της διετίας 1971-1972 και αρχικά δημοσιευμένη το 1973.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ:

Τι προσπαθεί να επιτύχει αυτό το βιβλίο;

Σκοπός του παρόντος βιβλίου είναι να παρέχει, σε μορφή κατάλληλη για μη ειδήμονες, καθοδήγηση για την έγκριση και την εκτέλεση μιας επενδυτικής πολιτικής. Συγκριτικά, εδώ θα ειπωθούν λίγα για την τεχνική της ανάλυσης των χρεογράφων, δεδομένου ότι θα δοθεί βαρύτητα στις αρχές της επένδυσης και στη στάση των επενδυτών. Ωστόσο, θα παρέχουμε έναν αριθμό συνοπτικών συγκρίσεων συγκεκριμένων τίτλων –κυρίως σε ζεύγη που εμφανίζονται το ένα δίπλα στο άλλο στη λίστα του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης–, προκειμένου να καταγραφούν με συγκεκριμένο τρόπο τα σημαντικά στοιχεία που εμπλέκονται σε συγκεκριμένες επιλογές κοινών μετοχών.

Όμως, σημαντικό τμήμα θα είναι αφιερωμένο στα ιστορικά μοτίβα χρηματοοικονομικών αγορών, τα οποία, σε ορισμένες περιπτώσεις, εντοπίζονται χρονικά πολλές δεκαετίες πριν. Για να επενδύσει κανείς αποτελεσματικά σε τίτλους, θα πρέπει να διαθέτει επαρκή γνώση του τρόπου με τον οποίο οι διάφορες κατηγορίες ομολόγων και μετοχών έχουν συμπεριφερθεί υπό ποικίλες συνθήκες (τουλάχιστον μερικές από αυτές είναι πιθανό να τις συναντήσει κάποιος ξανά στην πορεία του). Καμία δήλωση δεν είναι πιο αληθής και δεν αντικατοπτρίζει καλύτερα τη Γουόλ Στριτ από την περίφημη προειδοποίηση του Santayana: «Όσοι δεν θυμούνται το παρελθόν, είναι καταδικασμένοι να το επαναλάβουν».

Το κείμενό μας απευθύνεται σε επενδυτές, καθώς διακρίνονται από τους κερδοσκόπους. Ο πρώτος μας στόχος είναι να διευκρινίσουμε και να τονίσουμε τώρα αυτή την ξεχασμένη διάκριση. Μπορούμε να ξεκαθαρίσουμε από την αρχή ότι αυτό δεν είναι ένα βιβλίο που σχετίζεται με το «πώς να βγάλετε ένα εκατομμύριο». Δεν υπάρχουν σίγουροι και εύκολοι δρόμοι για πλούτη στη Γουόλ Στριτ ή οπουδήποτε αλλού. Μπορεί να είναι καλό να εστιάσουμε σε αυτό που μόλις είπαμε στηριζόμενοι σε ένα κομμάτι της οικονομικής ιστορίας – ειδικά από τη στιγμή που υπάρχουν περισσότερα από ένα ηθικά ζητήματα που μπορούν να εξαχθούν από αυτό. Το σημαντικότατο έτος 1929, ο John J. Raskob, μία από τις πιο σημαντικές προσωπικότητες, τόσο στη Γουόλ Στριτ όσο και σε εθνικό επίπεδο, εξυμνούσε τα πλεονεκτήματα

του καπιταλισμού σε ένα άρθρο στο περιοδικό Ladies' Home, με τίτλο «Όλοι πρέπει να είναι Πλούσιοι».^{*}

Βάσει της διατριβής του, αν τα \$15 που εξοικονομούνται ανά μήνα επενδύονται σε καλές κοινές μετοχές (με επανεπενδύόμενα μερίσματα), θα προέκυπτε ένα περιουσιακό στοιχείο 80.000 δολαρίων σε είκοσι χρόνια, έναντι συνολικών εισφορών μόνο \$3.600. Αν ο μεγιστάνας της General Motors είχε δίκιο, αυτό αποτελούσε πράγματι έναν απλό δρόμο προς τον πλούτο. Όμως, πόσο σωστός ήταν; Ο πρόχειρος υπολογισμός μας, με βάση την υποτιθέμενη επένδυση στις 30 μετοχές που απαρτίζουν τον δείκτη Dow Jones Industrial Average (DJIA), δείχνει ότι εάν είχε εισακουσθεί ο Raskob κατά τη διάρκεια της περιόδου 1929–1948, το ενεργητικό του επενδυτή στις αρχές του 1949 θα ήταν αξίας περίπου 8.500 δολαρίων. Αυτό απέχει πολύ από την υπόσχεση αυτού του σημαντικού ανθρώπου περί \$80.000. Κατ' αυτόν τον τρόπο αποδεικνύεται ότι δεν πρέπει να δίνεται βαρύτητα σε τέτοιες αισιόδοξες προβλέψεις και διαβεβαιώσεις. Εκτός αυτού, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η απόδοση που έλαβε χώρα στην πράξη από την 20ετή επένδυση θα ήταν καλύτερη συγκριτικά με τον ετήσιο ανατοκισμό 8% (compounded annually). Μάλιστα, αυτό θα συνέβαινε παρά το γεγονός ότι ο επενδυτής θα είχε αρχίσει τις αγορές του με τον DJIA στα 300, και θα κατέληγε με μια εκτίμηση με βάση το 177 επίπεδο κλεισίματος του 1948. Τα εν λόγω στοιχεία μπορεί να θεωρηθούν ότι συνιστούν πειστικό επιχειρήμα για την αρχή των τακτικών μηνιαίων αγορών ισχυρών κοινών μετοχών, ακόμα και μέσω δυσκολιών. Πρόκειται για ένα πρόγραμμα γνωστό ως «μέσος όρος κόστους δολαρίου» (dollar cost averaging).

Δεδομένου ότι το βιβλίο μας δεν απευθύνεται σε κερδοσκόπους, δεν προορίζεται για όσους δραστηριοποιούνται εμπορικά στην αγορά. Οι περισσότεροι από αυτούς τους ανθρώπους καθοδηγούνται με διαγράμματα ή άλλα μηχανικά μέσα προσδιορισμού της κατάλληλης στιγμής αγοράς και πώλησης. Η μόνη αρχή που ισχύει για σχεδόν όλες αυτές τις λεγόμενες «τεχνικές προσεγγίσεις» είναι ότι θα πρέπει κάποιος να αγοράσει επειδή μια μετοχή ή η αγορά έχει αυξηθεί, και θα πρέπει κάποιος να πουλήσει επειδή έχει συρρικνωθεί. Αυτό είναι ακριβώς το αντίθετο της υγιούς επιχείρησης οπουδήποτε αλλού, και δεν είναι τόσο πιθανό να οδηγήσει

^{*} Ο Raskob (1879-1950) ήταν διευθυντής της γιγαντιαίας χημικής εταιρείας Du Pont, και πρόεδρος της επιτροπής οικονομικών της General Motors. Επίσης, υπηρέτησε ως εθνικός πρόεδρος του Δημοκρατικού Κόμματος και ήταν η κινητήριος δύναμη πίσω από την κατασκευή του Empire State Building. Σύμφωνα με τον καθηγητή οικονομικών Jeremy Siegel, υπολογισμοί επιβεβαιώνουν ότι το σχέδιο του Raskob θα είχε αποδώσει κάτω από \$9.000 μετά από 20 χρόνια, αν και ο πληθωρισμός θα είχε εξαλείψει μεγάλο κομμάτι αυτού του κέρδους. Για μια καλύτερη πρόσφατη ματιά στις απόψεις του Raskob σχετικά με τις μακροχρόνιες επενδύσεις σε μετοχές, βλ. την έκθεση του οικονομικού συμβούλου William Bernstein, στη διεύθυνση www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

σε διαρκή επιτυχία στη Γουόλ Στριτ. Στο πλαίσιο της δικής μας χρηματιστηριακής εμπειρίας και παρατήρησης, που υπερβαίνει χρονικά τα 50 έτη, δεν έχουμε γνωρίσει ένα άτομο που να έχει κερδίσει χρήματα με συνέπεια ή σε συνεχές διάστημα «ακολουθώντας την αγορά». Δεν διστάζουμε να επισημάνουμε ότι αυτή η προσέγγιση είναι απατηλή αλλά και δημοφιλής. Ας παρουσιάσουμε αυτό που μόλις είπαμε – αν και, φυσικά, αυτό δεν πρέπει να εκληφθεί ως απόδειξη –, μέσω μιας μεταγενέστερης σύντομης συζήτησης της διάσημης θεωρίας του Dow περί συναλλαγής στο χρηματιστήριο.*

Από την πρώτη του δημοσίευση το 1949, έχουν λάβει χώρα αναθεωρήσεις του *Έξυπνου Επενδυτή* σε διαστήματα περίπου πέντε ετών. Στην ενημέρωση της τρέχουσας έκδοσης θα πρέπει να συμπεριλάβουμε έναν σημαντικό αριθμό νέων εξελίξεων από την έκδοσή του το 1965. Αυτές περιλαμβάνουν:

1. Μια απροσδόκητη αύξηση στα επιτόκια των ομολόγων υψηλής αξιολόγησης.
2. Μείωση κατά περίπου 35%, του επιπέδου τιμών των κορυφαίων κοινών μετοχών, που λήγουν τον Μάιο του 1970. Αυτό ήταν το υψηλότερο ποσοστό μείωσης σε περίπου 30 χρόνια. (Αμέτρητοι τίτλοι χαμηλότερης αξιολόγησης εμφάνισαν πολύ μεγαλύτερη συρρίκνωση.)
3. Έναν επίμονο πληθωρισμό των τιμών χονδρικής και των τιμών καταναλωτή, ο οποίος ενισχύθηκε ακόμη και ενόψει της παρακμής των γενικών επιχειρήσεων το 1970.
4. Τη ραγδαία ανάπτυξη των εταιρειών «ΧΟΕΔ», των franchise λειτουργιών και άλλων σχετικών νεωτερισμών στις επιχειρήσεις και τα οικονομικά. (Περιλαμβάνονται ορισμένα περίπλοκα «οικονομικά εργαλεία», όπως οι «μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης» [letterstock][†], αύξηση των εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών (Stock-option Warrant^{**}), παραπλανητικές ονομασίες, χρήση ξένων τραπεζών και άλλα.)^{***}
5. Την πτώχευση του μεγαλύτερου σιδηροδρόμου μας, υπερβολικό βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο χρέος πολλών, κατά το παρελθόν, ισχυρών και εδραιωμένων

* Η «σύντομη συζήτηση» του Γκράχαμ γίνεται σε δύο μέρη. Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τη Θεωρία του Dow, βλ. <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.

** Σ.τ.Μ.: Το Stock Warrant είναι δικαίωμα προαίρεσης (option), αλλά διατίθεται από την εκάστοτε εταιρεία, και δεν διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο

*** Τα αμοιβαία κεφάλαια αγόρασαν τις «μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης» σε ιδιωτικές συναλλαγές και, στη συνέχεια, αμέσως επανεκτίμησαν τις εν λόγω μετοχές σε υψηλότερη δημόσια τιμή (βλ. τον σχετικό ορισμό του Γκράχαμ). Αυτό επέτρεψε σε αυτά τα κεφάλαια «go-go» να σημειώσουν μη βιώσιμες υψηλές αποδόσεις στα μέσα της δεκαετίας του 1960. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ έβαλε τέλος σε αυτή την κατάχρηση το 1969, και δεν αποτελεί πλέον ανησυχία για τους επενδυτές των κεφαλαίων. Τα Stock-option warrants εξηγούνται στο Κεφάλαιο 16.

εταιρειών, καθώς και ένα ανησυχητικό πρόβλημα φερεγγυότητας μεταξύ των αγορών της Γουόλ Στρίτ.*

6. Την έλευση της μόδας «performance» στη διαχείριση των επενδυτικών ταμείων, συμπεριλαμβανομένων ορισμένων καταπιστευματικών ταμείων που λειτουργούν από τράπεζες, με ανησυχητικά αποτελέσματα.

Αυτά τα φαινόμενα θα εξεταστούν προσεκτικά. Αναμφισβήτητα, για ορισμένα από αυτά θα απαιτηθούν αλλαγές ως προς τα συμπεράσματα και την έμφαση που δόθηκε στην προηγούμενη έκδοσή μας. Οι βασικές αρχές των ασφαλών επενδύσεων δεν θα πρέπει να διαφοροποιούνται από δεκαετία σε δεκαετία, αλλά η εφαρμογή αυτών των αρχών είναι αναγκαίο να προσαρμόζεται στις σημαντικές αλλαγές των χρηματοοικονομικών μηχανισμών, καθώς και στο κλίμα που επικρατεί κατά περίπτωση.

Η τελευταία δήλωση τέθηκε σε δοκιμασία κατά τη διάρκεια της σύνταξης της παρούσας έκδοσης, το πρώτο προσχέδιο της οποίας ολοκληρώθηκε τον Ιανουάριο του 1971. Εκείνη την εποχή ο DJIA εμφάνιζε μια έντονη ανάκαμψη, από το χαμηλό των 632 μονάδων το 1970, και προχωρούσε προς ένα υψηλό 951 του 1971, με μια παράλληλη γενική αισιοδοξία. Καθώς ολοκληρώνόταν το τελευταίο προσχέδιο, τον Νοέμβριο του 1971, η αγορά ήταν στα πρόθυρα μιας νέας κρίσης, με μια μείωση στο 797 και με μια γενική ανησυχία για το μέλλον. Δεν επιτρέψαμε σε αυτές τις διακυμάνσεις να επηρεάσουν τη γενική μας στάση απέναντι στην υγιή επενδυτική πολιτική, η οποία παραμένει ουσιαστικά αμετάβλητη από την πρώτη έκδοση αυτού του βιβλίου το 1949.

Η έκταση της συρρίκνωσης της αγοράς το διάστημα 1969–70 θα έπρεπε να χρησιμεύσει όσον αφορά το να εξαλείψει μια ψευδαίσθηση που είχε βρει πρόσφορο έδαφος κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών. Επρόκειτο για το ότι οι βασικές κοινές μετοχές θα μπορούσαν να αγοραστούν ανά πάσα στιγμή και σε οποιαδήποτε τιμή, όχι μόνο με το τελικό κέρδος να θεωρείται εξασφαλισμένο, αλλά και με την πεποίθηση ότι οποιαδήποτε ζημιά επιδρούσε αρνητικά, σύντομα θα αντισταθμιζόταν από την εκ νέου επέλαση της αγοράς σε υψηλά επίπεδα.

Αυτό ήταν πολύ καλό για να είναι αληθινό. Επιτέλους το χρηματιστήριο «επέστρεψε στο φυσιολογικό», με την έννοια ότι τόσο οι κερδοσκόποι όσο και οι επενδυτές μετοχών θα πρέπει και πάλι να είναι έτοιμοι να βιώσουν σημαντικές και ίσως παρατεταμένες μειώσεις, καθώς και αυξήσεις της αξίας των τίτλων τους.

Στον τομέα πολλών κοινών μετοχών δεύτερης και τρίτης σειράς (*secondary and third-line common stocks*), ιδιαίτερα σε πρόσφατα μετοχικές επιχειρήσεις,

* Η Penn Central Transportation Co., ο μεγαλύτερος τότε σιδηρόδρομος των Ηνωμένων Πολιτειών, ζήτησε προστασία κατά της πτώχευσης στις 21 Ιουνίου 1970, με τους επενδυτές να είναι σοκαρισμένοι, αφού ποτέ δεν περίμεναν μια τέτοιου βεληνεκούς εταιρεία να χρεοκοπήσει. Στις εταιρείες με «υπερβολικό» χρέος που ο Γκράχαμ είχε κατά νου συγκαταλέγονταν οι Ling-Temco-Vought και National General Corp. Το «πρόβλημα της φερεγγυότητας» στη Γουόλ Στρίτ προέκυψε μεταξύ 1968 και το 1971, όταν αρκετές σημαντικές χρηματιστηριακές εταιρείες ξαφνικά χρεοκόπησαν.

οι συνέπειες εξαιτίας της τελευταίας διακοπής της αγοράς ήταν καταστροφικές. Αυτό δεν ήταν κάτι καινούριο (είχε συμβεί κάτι ανάλογο το 1961-62), αλλά τώρα υπήρχε το νέο στοιχείο ότι ορισμένα από τα επενδυτικά ταμεία είχαν μεγάλες δεσμεύσεις σε άκρως κερδοσκοπικούς και προφανώς υπερτιμημένους τίτλους αυτού του τύπου. Αναμφίβολα, δεν πρέπει μόνο ο αρχάριος να λαμβάνει υπόψη το ότι, ενώ ο ενθουσιασμός μπορεί να είναι απαραίτητη προϋπόθεση για επιτεύγματα σε άλλους τομείς, στη Γουόλ Στρίτ σχεδόν πάντα οδηγεί σε καταστροφή.

Το μείζον ζήτημα με το οποίο θα πρέπει να ασχοληθούμε υπερβαίνει την τεράστια αύξηση του επιτοκίου των ομολόγων πρώτης ποιότητας. Από τα τέλη του 1967, ο επενδυτής κατόρθωσε να λάβει πάνω από το διπλάσιο εισόδημα από τέτοια ομόλογα, σε σχέση με αυτό που θα μπορούσε να αποκομίσει από μερίσματα σε αντιπροσωπευτικές κοινές μετοχές. Στις αρχές του 1972 η απόδοση ήταν 7,19% στα ομόλογα υψηλότερης αξιολόγησης, έναντι μόνο 2,76% στις μετοχές βιομηχανικού κλάδου. (Αυτό συγκρίνεται με 4,40% και 2,92%, αντίστοιχα, στα τέλη του 1964.) Είναι δύσκολο να συνειδητοποιήσουμε ότι όταν γράφτηκε αυτό το βιβλίο για πρώτη φορά, το 1949, τα στοιχεία ήταν σχεδόν άκρως αντίθετα: τα ομόλογα είχαν απόδοση μόνο 2,66% και οι μετοχές απέδωσαν 6,82%.² Σε προηγούμενες εκδόσεις έχουμε υποστηρίξει με επιμονή ότι τουλάχιστον το 25% του χαρτοφυλακίου των συντηρητικών επενδυτών επιβάλλεται να διατηρείται σε κοινές μετοχές, και έχουμε ευνοήσει γενικά μια κατανομή 50-50 μεταξύ των δύο μέσων. Τώρα, οφείλουμε να σκεφτούμε κατά πόσον το σημερινό μεγάλο πλεονέκτημα των αποδόσεων των ομολόγων έναντι των αποδόσεων των μετοχών θα δικαιολογούσε μια πολιτική γενικά για τα ομόλογα, μέχρι να επανέλθει σε ισχύ μια πιο λογική σχέση, όπως αναμένουμε ότι θα συμβεί. Φυσικά, το ζήτημα του παρατεταμένου πληθωρισμού θα είναι μείζονος σημασίας για τη λήψη της απόφασής μας εδώ. Το κεφάλαιο θα αφιερωθεί σε αυτήν τη συζήτηση.*

Στο παρελθόν προβήκαμε σε μια βασική διάκριση μεταξύ δύο ειδών επενδυτών στους οποίους απευθυνόταν αυτό το βιβλίο, τους «αμυντικούς» και τους «επιχειρηματικούς». Ο αμυντικός (ή παθητικός) επενδυτής θα δώσει ιδιαίτερη έμφαση στην αποφυγή σοβαρών σφαλμάτων ή ζημιών. Ο δεύτερος στόχος του θα είναι να καταφέρει να απεμπλακεί από την προσπάθεια, την ενόχληση και την ανάγκη για τη λήψη συχνών αποφάσεων. Το καθοριστικό χαρακτηριστικό του επιχειρηματικού (ή ενεργού, ή επιθετικού) επενδυτή είναι η προθυμία του να αφιερώσει χρόνο και προσοχή στην επιλογή των τίτλων που είναι ασφαλείς και ελκυστικότεροι από τον μέσο όρο. Κατά τη διάρκεια πολλών δεκαετιών, ένας επιχειρηματικός επενδυτής

* Βλ Κεφάλαιο 2. Από τις αρχές του 2003, τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ που έληγαν σε 10 χρόνια απέδωσαν 3,8%, ενώ οι μετοχές (όπως μετρήθηκαν από τον Dow Jones Industrial Average) απέδωσαν 1,9%. (Σημειώστε ότι αυτή η σχέση δεν είναι τόσο διαφορετική από τα στοιχεία του 1964 που αναφέρει ο Γκράχαμ.) Τα παραγόμενα έσοδα από ομόλογα υψηλής ποιότητας μειώνονται σταθερά από το 1981.

αυτού του είδους θα μπορούσε να αναμένει μια αξιόλογη ανταμοιβή για τις επιπρόσθετες δεξιότητες και την προσπάθειά του, με τη μορφή καλύτερης, κατά μέσο όρο, απόδοσης από εκείνη που επιτεύχθηκε από τον παθητικό επενδυτή. Δεν είμαστε σίγουροι ότι θα δοθεί μια πραγματικά σημαντική επιπλέον ανταμοιβή στον ενεργό επενδυτή υπό τις σημερινές συνθήκες. Αλλά το επόμενο έτος ή τα επόμενα χρόνια, ίσως τα πράγματα είναι διαφορετικά. Κατά συνέπεια, θα συνεχίσουμε να δίνουμε βαρύτητα στις δυνατότητες για επιχειρηματικές επενδύσεις, εφόσον υπήρχαν σε προηγούμενες περιόδους και είναι εφικτό να επιστρέψουν.

Η επικρατούσα άποψη εδώ και καιρό είναι ότι η τέχνη της επιτυχούς επένδυσης έγκειται πρωτίστως στην επιλογή εκείνων των κλάδων που είναι πιο πιθανό να διευρυνθούν στο μέλλον, και στη συνέχεια στον εντοπισμό των πιο ελπιδοφόρων εταιρειών των εν λόγω κλάδων. Για παράδειγμα, οι έξυπνοι επενδυτές – ή οι έξυπνοι σύμβουλοί τους – θα είχαν εντοπίσει εδώ και πολύ καιρό τις μεγάλες δυνατότητες ανάπτυξης του κλάδου των υπολογιστών ως σύνολο, και των Διεθνών Επιχειρηματικών Μηχανημάτων (IBM) ειδικότερα. Με παρόμοιο τρόπο θα λειτουργήσαν και όσον αφορά ορισμένους άλλους αναπτυσσόμενους κλάδους και εταιρείες. Αλλά αυτό δεν είναι τόσο εύκολο όσο φαίνεται πάντα εκ των υστέρων. Προκειμένου να διασαφηνίσουμε αυτό το στοιχείο, ας προσθέσουμε εδώ μια παράγραφο που συμπεριλάβαμε πρώτα στην έκδοση του 1949 αυτού του βιβλίου.

Ένας τέτοιος επενδυτής μπορεί, για παράδειγμα, να είναι αγοραστής μετοχών αεροπορικών εταιρειών επειδή πιστεύει ότι το μέλλον τους είναι λαμπρότερο από την τάση που αντικατοπτρίζεται ήδη στην αγορά. Γι' αυτή την κατηγορία επενδυτών, η αξία του βιβλίου μας θα βασίζεται περισσότερο στις προειδοποιήσεις του αναφορικά με τους κινδύνους που ελλοχεύουν σε αυτή την ιδιαιτέρως αρεστή επενδυτική προσέγγιση, και δευτερευόντως σε οποιαδήποτε θετική τεχνική που θα συνδράμει αυτούς τους επενδυτές στην πορεία τους.*

Οι παγίδες έχουν αποδειχθεί ιδιαίτερα επικίνδυνες στον κλάδο που αναφέραμε. Ήταν, φυσικά, εύκολο να προβλεφθεί ότι ο όγκος της εναέριας κυκλοφορίας θα αυξηθεί θεαματικά με την πάροδο των ετών. Εξαιτίας αυτού του παράγοντα, τα μερίδια μετοχών τους εξελίχθηκαν στην αγαπημένη επιλογή των επενδυτικών ταμεί-

* Φυσικά, οι «μετοχές αεροπορικών εταιρειών», προκάλεσαν τον ίδιο ενθουσιασμό στα τέλη της δεκαετίας του 1940 και τις αρχές της δεκαετίας του 1950, όπως οι μετοχές του Διαδικτύου μισό αιώνα αργότερα. Ανάμεσα στα πιο περιζήτητα αμοιβαία κεφάλαια εκείνης της εποχής ήταν οι Αεροναυτικοί Τίτλοι και το Ταμείο Πυραύλων-Ρουκετών & Αυτοματισμού (Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund). Αυτοί, όπως και οι μετοχές που κατείχαν, αποδείχθηκαν μια επενδυτική καταστροφή. Είναι κοινώς αποδεκτό σήμερα ότι τα σωρευτικά κέρδη του αεροπορικού κλάδου καθ' όλη τη διάρκεια της ιστορίας του ήταν αρνητικά. Το δίδαγμα στο οποίο οδηγεί ο Γκράχαμ δεν είναι ότι πρέπει να αποφεύγετε να αγοράσετε μετοχές αεροπορικών εταιρειών, αλλά ότι επ' ουδενί πρέπει να υποκύπτετε στη «βεβαιότητα» ότι οποιοσδήποτε κλάδος θα ξεπεράσει όλους τους άλλους στο μέλλον.

ων. Αλλά, παρά την αύξηση των εσόδων, με μεγαλύτερους ρυθμούς ακόμη και συγκριτικά με τον κλάδο των υπολογιστών, ενέσκηψε ένας συνδυασμός τεχνολογικών προβλημάτων και υπερβολικής διεύρυνσης της ικανότητας για τα κέρδη που σημειώνουν διακυμάνσεις ή που είναι ακόμα και καταστροφικά. Το έτος 1970, παρά τα νέα υψηλά ποσοστά εναέριας κυκλοφορίας, οι αεροπορικές εταιρείες υπέστησαν απώλειες περίπου 200 εκατομμυρίων που έπληξαν τους μετόχους τους. (Είχαν σημειώσει απώλειες και το 1945 και το 1961.) Οι μετοχές αυτών των εταιρειών εμφάνισαν, για μία ακόμη φορά, μεγαλύτερη πτώση το 1969–70 απ' ό,τι η ευρύτερη γενική αγορά. Τα στοιχεία δείχνουν ότι ακόμη και οι υψηλά αμειβόμενοι εμπειρογνώμονες πλήρους απασχόλησης των αμοιβαίων κεφαλαίων προέβησαν σε εντελώς λανθασμένες προβλέψεις όσον αφορά το βραχυχρόνιο μέλλον του μεγάλου κλάδου μη συνηθισμένων επιχειρήσεων.

Από την άλλη πλευρά, ενώ τα επενδυτικά ταμεία παρουσίασαν σημαντικές επενδύσεις και σημαντικά κέρδη στην IBM, ο συνδυασμός της φαινομενικά υψηλής τιμής και της αδυναμίας βεβαιότητας σχετικά με τον ρυθμό ανάπτυξής τους, δεν τους επέτρεψε να έχουν πάνω από, ας πούμε, 3% από τα κεφάλαιά τους σε αυτή την εντυπωσιακή επένδυση. Ως εκ τούτου, η επίδραση της εν λόγω εξαιρετικής επιλογής στα συνολικά αποτελέσματά τους, επ' ουδενί ήταν καθοριστική. Επιπλέον, πολλές – αν όχι οι περισσότερες – από τις επενδύσεις τους σε εταιρείες του κλάδου των υπολογιστών, εκτός της IBM, φαίνεται να ήταν ασύμφωτες. Από αυτά τα δύο γενικά παραδείγματα αντλούμε δύο ηθικές αξίες για τους αναγνώστες μας:

1. Οι προφανείς προοπτικές φυσικής ανάπτυξης σε μια επιχείρηση δεν μεταφράζονται σε προφανή κέρδη για τους επενδυτές.
2. Οι εμπειρογνώμονες δεν έχουν αξιόπιστους τρόπους που θα τους επιτρέπουν να επιλέγουν και να εστιάζουν στις πιο ελπιδοφόρες εταιρείες των πιο ελπιδοφόρων κλάδων.

Ο συγγραφέας δεν ακολούθησε αυτή την προσέγγιση στην οικονομική του σταδιοδρομία ως διαχειριστή κεφαλαίων, και δεν είναι σε θέση να προσφέρει συγκεκριμένες συμβουλές, ούτε να ενθαρρύνει όσους επιθυμούν να δοκιμάσουν τη συγκεκριμένη προσέγγιση. Επομένως, τι θα επιδιώξουμε να επιτύχουμε σε αυτό το βιβλίο; Ο κύριος στόχος μας θα είναι να προστατεύσουμε τον αναγνώστη από πιθανά σημαντικά σφάλματα και να αναπτύξουμε πολιτικές με τις οποίες θα αισθανθεί άνετα. Θα πούμε αρκετά για την ψυχολογία των επενδυτών. Διότι πράγματι, το κύριο πρόβλημα του επενδυτή (ακόμη και ο χειρότερος εχθρός του) είναι πιθανόν ο ίδιος του ο εαυτός. («Το σφάλμα, αγαπητέ επενδυτή, δεν είναι στη μοίρα μας – ούτε και στις μετοχές μας – αλλά στους εαυτούς μας. . .») Αυτό έχει καταστεί προφανές τις τελευταίες δεκαετίες, καθώς και οι συντηρητικοί επενδυτές αισθάνονται την ανάγκη να αποκτήσουν κοινές μετοχές και έτσι να εκθέσουν τον εαυτό τους, θέλοντας και μη, στον ενθουσιασμό και τους πειρασμούς του χρηματιστηρίου. Με επιχειρήματα, παραδείγματα και προτροπές, ελπίζουμε να βοηθήσουμε τους αναγνώστες

μας να παγιώσουν την κατάλληλη ψυχική και συναισθηματική στάση απέναντι στις επενδυτικές τους αποφάσεις. Έχουμε δει πολύ περισσότερα χρήματα να κερδίζονται και να διατηρούνται από «απλούς ανθρώπους» που ήταν καταλληλότεροι για την επενδυτική διαδικασία από εκείνους που δεν διέθεταν αυτό το στοιχείο, παρόλο που είχαν εκτεταμένη γνώση οικονομικών, λογιστικής και χρηματιστηριακής.

Επιπλέον, ελπίζουμε να εμφυτεύσουμε στους αναγνώστες μια τάση να μετρούν ή να ποσοτικοποιούν. Για 99 από τους 100 τίτλους θα μπορούσαμε να πούμε ότι σε κάποια τιμή είναι αρκετά φθινοί για να αγοράσει κάποιος, ενώ σε κάποια άλλη τιμή θα ήταν τόσο ακριβοί, που θα έπρεπε να πουληθούν. Η συνήθεια της συσχέτισης αυτού που πληρώνεται με αυτό που προσφέρεται αποτελεί ένα ανεκτίμητο χαρακτηριστικό στην επένδυση. Σε ένα άρθρο σε ένα γυναικείο περιοδικό πριν από πολλά χρόνια, συμβουλευσαμε τους αναγνώστες να αγοράσουν τις μετοχές τους όπως έκαναν τα ψώνια τους, όχι όπως αγόρασαν το άρωμά τους. Οι πραγματικά τρομερές απώλειες τα τελευταία χρόνια (και, σε πολλές παρόμοιες περιπτώσεις, παλαιότερα) προέκυψαν σε εκείνες τις κοινές μετοχές όπου ο αγοραστής ξέχασε να ρωτήσει «Πόσα;» Τον Ιούνιο του 1970, η ερώτηση «Πόσα;» θα μπορούσε να απαντηθεί από τον μαγικό αριθμό 9,40% (η απόδοση που μπορεί να λάβει χώρα σε νέες προσφορές ομολόγων κοινής ωφέλειας υψηλής αξιολόγησης. Πλέον, αυτός ο αριθμός έχει μειωθεί σε περίπου 7,3%, αλλά ακόμη και αυτή η απόδοση μας δελεάζει να ρωτήσουμε, «Γιατί να δώσουμε οποιαδήποτε άλλη απάντηση;». Όμως υπάρχουν και άλλες πιθανές απαντήσεις, και αυτές πρέπει να εξεταστούν προσεκτικά. Εκτός αυτού, επαναλαμβάνουμε ότι, τόσο εμείς όσο και οι αναγνώστες μας, πρέπει να είμαστε προετοιμασμένοι για τις ενδεχομένως αισθητά διαφορετικές συνθήκες της περιόδου, για παράδειγμα, 1973–1977.

Ως εκ τούτου, θα παρουσιάσουμε με κάποιες λεπτομέρειες ένα θετικό πρόγραμμα για τις επενδύσεις κοινών μετοχών, ένα μέρος των οποίων εμπίπτει στην κατηγορία και των δύο κατηγοριών επενδυτών, και ένα μέρος αυτών προορίζεται, κατά κύριο λόγο, για την επιχειρηματική ομάδα. Παρά το ότι δεν είναι αναμενόμενο, εδώ θα προτείνουμε ως μία από τις βασικές προϋποθέσεις ότι οι αναγνώστες μας περιορίζονται σε τίτλους που πωλούνται όχι πολύ πάνω από την αξία των υλικών στοιχείων ενεργητικού τους.^{*}

Ο λόγος γι' αυτήν τη φαινομενικά ξεπερασμένη συμβουλή είναι πρακτικός αλλά και ψυχολογικός. Η εμπειρία μάς έχει διδάξει ότι, ενώ υπάρχουν πολλές καλές εταιρείες ανάπτυξης αξίας πολλαπλάσιες του καθαρού ενεργητικού, ο αγοραστής

* Τα υλικά στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνουν τη φυσική περιουσία μιας εταιρείας (όπως ακίνητα, εργοστάσια, εξοπλισμός και αποθέματα), καθώς και τα χρηματοοικονομικά της στοιχεία (όπως μετρητά, βραχυπρόθεσμες επενδύσεις και εισπρακτέους λογαριασμούς). Στα στοιχεία που δεν περιλαμβάνονται στα υλικά στοιχεία ενεργητικού συγκαταλέγονται οι επωνυμίες, τα πνευματικά δικαιώματα, τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, η δικαιοχρηση, η υπεραξία και τα εμπορικά σήματα.

τέτοιων μεριδίων μετοχών θα εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τις διακυμάνσεις και τις ιδιομορφίες του χρηματιστηρίου. Αντίθετα, ο επενδυτής σε μερίδια μετοχών, για παράδειγμα, εταιρειών κοινής ωφέλειας, σε σχέση με την καθαρή αξία του ενεργητικού τους, μπορεί πάντα να θεωρεί τον εαυτό του ιδιοκτήτη ενός επιτοκίου σε σημαντικές επιχειρήσεις, που επιπροσθέτως έχουν δυνατότητες επέκτασης, που αποκτήθηκαν σε λογική τιμή, ανεξάρτητα από το τι θα μπορούσε να πει το χρηματιστήριο περί του αντιθέτου. Το τελικό αποτέλεσμα μιας τέτοιας συντηρητικής πολιτικής είναι πιθανό να λειτουργήσει καλύτερα, συγκριτικά με τις συναρπαστικές περιπέτειες στα αξιοσημείωτα αλλά και επικίνδυνα πεδία της αναμενόμενης ανάπτυξης.

Η τέχνη της επένδυσης έχει ένα χαρακτηριστικό που δεν τυγχάνει ευρείας αποδοχής. Ένα αξιόπιστο αποτέλεσμα μπορεί να επιτευχθεί από έναν απλό επενδυτή με ελάχιστη προσπάθεια και ικανότητα, όμως η βελτίωση αυτού του εφικτού προτύπου προϋποθέτει, κατά κύριο λόγο, εφαρμογή και κάτι παραπάνω από ένα ψήγμα σοφίας. Αν απλά προσπαθήσετε να προσφέρετε *μόνο μία περιορισμένη επιπρόσθετη* γνώση και εξυπνάδα για να ανταποκριθείτε στο επενδυτικό σας πρόγραμμα, αντί να κατανοήσετε λίγο καλύτερα, σε σχέση με τα κανονικά αποτελέσματα, δεν αποκλείεται να διαπιστώσετε ότι τα έχετε πάει χειρότερα.

Δεδομένου ότι ο καθένας, απλά αγοράζοντας και κρατώντας μια αντιπροσωπευτική λίστα, μπορεί να εξισορροπήσει την απόδοση των μέσων όρων της αγοράς, ίσως φαίνεται ότι το να «ξεπεράσει τους μέσους όρους» είναι ένα απλό ζήτημα. Όμως, στην πραγματικότητα, είναι εξαιρετικά μεγάλο το ποσοστό των έξυπνων ανθρώπων που το δοκιμάζουν αυτό και αποτυγχάνουν. Ακόμη και τα περισσότερα επενδυτικά ταμεία, με όλο το έμπειρο προσωπικό τους, δεν έχουν αποδώσει τόσο καλά με την πάροδο των ετών, όπως η γενική αγορά. Σύμφωνα με τα παραπάνω, είναι η καταγραφή των δημοσιευμένων προβλέψεων της χρηματιστηριακής αγοράς των χρηματιστηριακών οίκων, διότι υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι οι υπολογισμένες προβλέψεις ήταν, στην ουσία, λιγότερο αξιόπιστες από την απλή ρίψη ενός κέρματος.

Γράφοντας αυτό το βιβλίο προσπαθήσαμε να έχουμε διαρκώς υπόψη αυτήν τη βασική παγίδα των επενδύσεων. Έχει δοθεί έμφαση στις αρετές μιας απλής πολιτικής χαρτοφυλακίου (αγορά ομολόγων υψηλής αξιολόγησης σε συνδυασμό με μια διαφοροποιημένη λίστα βασικών κοινών μετοχών), τις οποίες μπορεί να αξιοποιήσει ο οιοσδήποτε επενδυτής, με λίγη βοήθεια από τους ειδικούς. Η περιπέτεια πέρα απ' αυτό το ασφαλές και υγιές πεδίο έχει παρουσιαστεί ως γεμάτη προκλήσεις και δυσκολίες, ειδικά στο κομμάτι της ιδιοσυγκρασίας. Πριν προβεί σε ένα τέτοιο εγχείρημα, ο επενδυτής θα πρέπει να αισθάνεται σίγουρος για τον εαυτό του και τους συμβούλους του, και ιδίως ως προς το αν έχουν πλήρη και σαφή έννοια των διαφορών μεταξύ επενδύσεων και κερδοσκοπίας και μεταξύ αγοραίας τιμής και πραγματικής αξίας.

Μια διεξοδική προσέγγιση των επενδύσεων, η οποία βασίζεται σταθερά στην αρχή του περιθωρίου ασφαλείας, μπορεί να αποφέρει σημαντικές ανταμοιβές. Αλλά

η απόφαση να καταβληθεί προσπάθεια προκειμένου να εξασφαλιστούν αυτές οι αποδοχές, και όχι να αρκεστούμε στους υφιστάμενους καρπούς των αμυντικών επενδύσεων, δεν θα πρέπει να λαμβάνεται χωρίς μια αυτο-εξέταση.

Εδώ θα προβούμε σε μία τελευταία αναδρομική σκέψη. Όταν ο νεαρός συγγραφέας εισήλθε στη Γουόλ Στριτ τον Ιούνιο του 1914, κανείς δεν γνώριζε τι επεφύλασσε ο επόμενος μισός αιώνας. (Το χρηματιστήριο δεν υποψιάστηκε καν ότι ένας Παγκόσμιος Πόλεμος επρόκειτο να ξεσπάσει σε δύο μήνες, και ότι θα έκλεινε το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.) Τώρα, το 1972, ζούμε στην πλουσιότερη και ισχυρότερη χώρα στη γη, αλλά αντιμετωπίζουμε κάθε είδους σημαντικά προβλήματα και αισθανόμαστε περισσότερο φόβο και όχι σιγουριά για το μέλλον. Ωστόσο, αν εστιάσουμε αποκλειστικά στις επενδυτικές εμπειρίες της Αμερικής, υπάρχουν κάποια πράγματα που μπορούμε να αντλήσουμε από τα τελευταία 57 έτη. Μέσα απ' όλες τις περιπέτειες και τις απώλειές τους, όπως τον σεισμό, εφόσον ήταν απρόβλεπτες, εξακολούθησε να ισχύει η άποψη ότι οι υγιείς επενδυτικές αρχές παρήγαγαν, σε γενικές γραμμές, υγιή αποτελέσματα. Πρέπει να βασιστούμε στην παραδοχή ότι θα συνεχίσουν να ενεργούν κατ' αυτόν τον τρόπο.

Σημείωση προς τον αναγνώστη: Αυτό το βιβλίο δεν απευθύνεται στη συνολική χρηματοπιστωτική πολιτική των αποταμιευτών και των επενδυτών· ασχολείται μόνο με το τμήμα των κεφαλαίων τους που είναι διατεθειμένοι να διαθέσουν σε εμπορεύσιμα (ή εξαγοράσιμα) χρεόγραφα, δηλαδή σε ομόλογα και μετοχές. Κατά συνέπεια, δεν συζητάμε τέτοιας σημασίας ζητήματα, όπως καταθέσεις προθεσμίας και ταμιευτηρίου (savings and time deposits), λογαριασμοί ενώσεων αποταμιεύσεων και δανείων (savings-and-loan-association accounts), ασφάλιση ζωής (life insurance), πρόσοδοι (annuities), και υποθήκες ακινήτων (real-estate mortgages) ή κατοχή ιδίων κεφαλαίων (equity ownership). Ο αναγνώστης θα πρέπει να έχει κατά νου ότι όταν βρίσκει στο κείμενο τη λέξη «τώρα», ή κάποια ισοδύναμη, αυτή αναφέρεται στα τέλη του 1971 ή τις αρχές του 1972.

Επενδύσεις έναντι κερδοσκοπίας: Αποτελέσματα που αναμένονται από τον έξυπνο επενδυτή

Σε αυτό το Κεφάλαιο θα περιγραφούν οι απόψεις που θα παρουσιαστούν στο υπόλοιπο του βιβλίου. Ειδικότερα, επιθυμούμε να αναπτύξουμε από την αρχή την αντίληψή μας για την ενδεδειγμένη πολιτική χαρτοφυλακίου για τον μεμονωμένο, μη επαγγελματία επενδυτή.

Επενδύσεις έναντι κερδοσκοπίας

Τι εννοούμε με τον όρο «επενδυτής»; Σε όλο αυτό το βιβλίο ο όρος θα χρησιμοποιηθεί σε αντιδιαστολή με τον «κερδοσκόπο». Από το 1934, στο βιβλίο μας *Ανάλυση Ασφάλειας*,¹ επιχειρήσαμε μια ακριβή διατύπωση της διαφοράς μεταξύ αυτών των δύο όρων, ως εξής: «Μια επενδυτική πράξη είναι αυτή η οποία, μετά από ενδελεχή ανάλυση υπόσχεται την ασφάλεια του αρχικού ποσού και μια επαρκή απόδοση. Οι πράξεις που δεν πληρούν αυτές τις προδιαγραφές είναι κερδοσκοπικές».

Ενώ έχουμε προσκολληθεί σε αυτόν τον ορισμό για πάνω από 38 χρόνια, είναι σημαντικό να επισημανθούν οι ριζικές αλλαγές που έχουν λάβει χώρα όσον αφορά τη χρήση του όρου «επενδυτής» κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Μετά τη μεγάλη πτώση της αγοράς την περίοδο 1929–1932, όλες οι κοινές μετοχές θεωρήθηκαν ευρέως κερδοσκοπικές εκ φύσεως. (Ένα σημαντικό ηγετικό στέλεχος δήλωσε κατηγορηματικά ότι μόνο ομόλογα μπορούσαν να αγοραστούν για επένδυση.²) Έτσι, έπρεπε να υπερασπιστούμε τον ορισμό μας απέναντι στην κατηγορία ότι παρείχε υπερβολικά ευρύ πεδίο στην έννοια των επενδύσεων.

Τώρα, η ανησυχία μας εντοπίζεται στο αντίθετο πεδίο. Οφείλουμε να αποτρέψουμε τους αναγνώστες από την αποδοχή της κοινής ορολογίας που εφαρμόζει τον όρο «επενδυτής» σε οποιονδήποτε και σε όλους στο χρηματιστήριο. Στην τελευταία μας έκδοση παραθέσαμε τον ακόλουθο τίτλο ενός πρωτοσέλιδου άρθρου του κορυφαίου οικονομικού μας περιοδικού τον Ιούνιο του 1962:

ΟΙ ΜΙΚΡΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΠΟΥ ΑΝΑΜΕΝΟΥΝ ΟΤΙ ΟΙ ΤΙΜΕΣ ΘΑ ΜΕΙΩΘΟΥΝ ΠΟΥΛΑΝΕ ΜΙΚΡΕΣ ΠΟΣΟΤΗΤΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Τον Οκτώβριο του 1970, το ίδιο περιοδικό είχε ένα άρθρο για το ποιους ονομάζουμε «απερίσκεπτους επενδυτές», οι οποίοι αυτήν τη φορά εντάχθηκαν στην αγοραστική πλευρά.

Τα εν λόγω αποσπάσματα αναδεικνύουν τη σύγχυση που έχει επικρατήσει για πολλά χρόνια αναφορικά με τη χρήση των όρων «επένδυση» και «κερδοσκοπία». Σκεφτείτε τον προτεινόμενο ορισμό της επένδυσης που δίνεται παραπάνω, και συγκρίνετέ τον με την πώληση μερικών μετοχών από ένα άπειρο άτομο, το οποίο δεν γνωρίζει επαρκώς ούτε ό,τι πουλάει, και παράλληλα έχει, σε μεγάλο βαθμό, κάποια συναισθηματική πεποίθηση ότι θα είναι σε θέση να τις επαναγοράσει σε πολύ χαμηλότερη τιμή.

(Δεν είναι άνευ σημασίας να επισημάνουμε ότι όταν παρουσιάστηκε το άρθρο του 1962, η αγορά είχε ήδη βιώσει μια μείωση μεγάλου μεγέθους, και ήταν τώρα έτοιμη για μία μεγαλύτερη ανάκαμψη. Το έδαφος τότε δεν ήταν πρόσφορο για την ανοικτή πώληση.) Με μια γενικότερη έννοια, η εν συνεχεία χρησιμοποιούμενη φράση «απερίσκεπτοι επενδυτές» θα μπορούσε να εκληφθεί ως μια αστεία αντίφαση με όρους – κάτι σαν «σπάταλοι τσιγκούνηδες» – όπου αυτή η κακή χρήση της γλώσσας δεν φαίνεται τόσο λανθασμένη.

Η εφημερίδα χρησιμοποίησε τη λέξη «επενδυτής» σε αυτές τις περιπτώσεις επειδή, στην εύκολη γλώσσα της Γουόλ Στριτ, όλοι όσοι αγοράζουν ή πωλούν έναν τίτλο γίνονται επενδυτές, ανεξάρτητα από το τι αγοράζουν, ή για ποιον σκοπό, ή με ποια τιμή, ή για μετρητά ή με περιθώριο κέρδους (on margin). Συγκρίνετέ το με τη στάση του κοινού προς τις κοινές μετοχές το 1948, όταν πάνω από το 90% των ερωτηθέντων εξέφρασε την αντίθεσή του στην αγορά κοινών μετοχών.³ Περίπου οι μισοί απάντησαν «δεν είναι ασφαλές, ένα στοίχημα», και περίπου το ήμισυ ότι «δεν είναι εξοικειωμένοι με». Είναι πράγματι ειρωνικό (αν

* Η έρευνα που αναφέρει ο Γκράχαμ διεξήχθη για λογαριασμό της Fed από το Πανεπιστήμιο του Michigan και δημοσιεύτηκε στο *ενημερωτικό Δελτίο της Federal Reserve (Federal Reserve Bulletin)*, τον Ιούλιο του 1948. Οι άνθρωποι ρωτήθηκαν: «Ας υποθέσουμε ότι ένας άνθρωπος αποφασίζει να μην ξοδέψει τα χρήματά του. Μπορεί να τα βάλει είτε σε τράπεζα, είτε σε ομόλογα, ή μπορεί και να τα επενδύσει. Τι πιστεύετε ότι θα ήταν το πιο συνετό γι' αυτόν να κάνει με τα χρήματα στις μέρες μας; Να τα βάλει στην τράπεζα, να αγοράσει ομόλογα αποταμίευσης με αυτά, να τα επενδύσει σε ακίνητα, ή να αγοράσει κοινές μετοχές με αυτά;» Μόνο το 4% πίστευε ότι οι κοινές μετοχές θα προσέφεραν μια «ικανοποιητική» απόδοση· το 26% το θεώρησε «μη ασφαλές» ή «τυχερό παιχνίδι». Από το 1949 έως το 1958, το χρηματιστήριο σημείωσε μία από τις υψηλότερες αποδόσεις σε μία δεκαετία στην ιστορία, κατά μέσο όρο 18,7% ετησίως. Σε μια συναρπαστική αντήχηση αυτής της πρώιμης έρευνας της Fed, σε μια δημοσκόπηση που διεξήχθη από την *Business Week* στα τέλη του 2002 διαπιστώθηκε ότι μόνο το 24% των επενδυτών ήταν πρόθυμοι να επενδύσουν περισσότερο στα αμοιβαία κεφάλαιά τους ή στα χαρτοφυλάκια των μετοχών τους, από το 47% μόλις τρία χρόνια νωρίτερα.

και δεν αποτελεί έκπληξη) το ότι οι αγορές κοινών μετοχών κάθε είδους θεωρούνταν γενικά ιδιαίτερα κερδοσκοπικές, ή πως ενέχουν ρίσκο σε μια περίοδο κατά την οποία πωλούνταν περισσότερο από ποτέ, και σύντομα επρόκειτο να ξεκινήσει η καλύτερη πορεία τους στην ιστορία. Αντιστρόφως, το γεγονός ότι είχαν ανέλθει σε επίπεδα που ενείχαν αναμφισβήτητα ρίσκο, βάσει της *εμπειρίας του παρελθόντος*, αργότερα τα μετέτρεψε σε «επενδύσεις», και το σύνολο του κοινού που αγοράζει μετοχές σε «επενδυτές».

Η διάκριση μεταξύ επενδύσεων και κερδοσκοπίας στις κοινές μετοχές ήταν πάντα χρήσιμη, η δε απουσία της συνιστά λόγο ανησυχίας. Έχουμε πει συχνά ότι η Γουόλ Στριτ ως θεσμός θα ήταν σκόπιμο να επαναφέρει αυτήν τη διάκριση και να την καταστήσει σαφή σε όλες τις συναλλαγές με το κοινό. Σε διαφορετική περίπτωση, οι ανταλλαγές μετοχών μπορεί κάποια μέρα να στηλιτευτούν επειδή προκάλεσαν σημαντικές κερδοσκοπικές απώλειες, με αυτούς οι οποίοι τις υπέστησαν να μην έχουν προειδοποιηθεί δεόντως. Κατά ειρωνικό τρόπο, γι' άλλη μία φορά, μεγάλο μέρος του οικονομικής συρρίκνωσης ορισμένων χρηματιστηριακών εταιρειών φαίνεται ότι οφειλόταν στη συμπερίληψη κερδοσκοπικών κοινών μετοχών στα ίδια κεφάλαιά τους. Πιστεύουμε ότι ο αναγνώστης αυτού του βιβλίου θα αποκτήσει μια σαφή άποψη σχετικά με το ρίσκο που είναι εγγενές στις κοινές δεσμεύσεις κοινών μετοχών. Φυσικά, το εν λόγω ρίσκο είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με τις ευκαιρίες κέρδους που προσφέρουν αυτές οι μετοχές, όπου και τα δύο επιβάλλεται να επιτρέπονται στους υπολογισμούς των επενδυτών.

Αυτό που μόλις είπαμε δείχνει ότι μπορεί να μην υπάρχει πλέον μια καθαρή επενδυτική πολιτική που να περιλαμβάνει αντιπροσωπευτικές κοινές μετοχές, με την έννοια ότι κάποιος μπορεί πάντα να περιμένει να τις αγοράσει σε μια τιμή που δεν εμπεριέχει κανένα ρίσκο αγοράς, ούτε μία ανησυχητική απώλεια «προσφοράς». Στις περισσότερες περιόδους, ο επενδυτής οφείλει να αναγνωρίσει την ύπαρξη ενός *κερδοσκοπικού παράγοντα* στην εκμετάλλευση κοινών μετοχών που έχει. Είναι καθήκον του να διατηρήσει αυτόν τον παράγοντα εντός ελάχιστων δυνατών ορίων, και να είναι προετοιμασμένος οικονομικά και ψυχολογικά για δυσμενή αποτελέσματα, μικρής ή μεγάλης διάρκειας.

Θα πρέπει να προστεθούν δύο παράγραφοι σχετικά με την κερδοσκοπία στις μετοχές, όπως διακρίνεται από το κερδοσκοπικό στοιχείο που είναι πλέον εγγενές στις αντιπροσωπευτικές κοινές μετοχές. Η απόλυτη κερδοσκοπία δεν είναι παράνομη, ανήθικη, ούτε (για τους περισσότερους ανθρώπους) συνιστά μία αύξηση εισοδήματος. Επιπλέον, ορισμένες κερδοσκοπίες είναι απαραίτητες και αναπόφευκτες, γιατί σε πολλές περιπτώσεις κοινών μετοχών υπάρχουν σημαντικές δυνατότητες, τόσο κέρδους όσο και ζημιάς, και το ρίσκο που εμπεριέχεται σε αυτές πρέπει

να γίνει αντιληπτό από κάποιον.* Υπάρχει έξυπνη κερδοσκοπία, όπως υπάρχουν και έξυπνες επενδύσεις. Αλλά υφίστανται πολλοί τρόποι με τους οποίους οι κερδοσκοπίες μπορεί να μην είναι έξυπνες. Από αυτές, οι σημαντικότερες είναι: (1) κερδοσκοπείτε όταν νομίζετε ότι επενδύετε, (2) αντιμετωπίζετε την κερδοσκοπία σοβαρά, και όχι σαν μία απλή ενασχόληση, όταν δεν έχετε την κατάλληλη γνώση και ικανότητα γι' αυτό, (3) διακινδυνεύετε περισσότερα χρήματα στην κερδοσκοπία απ' όσα μπορείτε να χάσετε.

Σύμφωνα με τη συντηρητική μας άποψη, κάθε μη επαγγελματίας που λειτουργεί στο περιθώριο** θα πρέπει να αναγνωρίσει ότι κερδοσκοπεί *ipso facto* (εκ του γεγονότος αυτού καθαυτό), και είναι καθήκον του διαμεσολαβητή του να τον συμβουλεύει επ' αυτού. Συν τοις άλλοις, όλοι όσοι αγοράζουν τη λεγόμενη «περιζήτητη» κοινή μετοχή, ή προβαίνουν σε αγορά με οποιονδήποτε τρόπο παρόμοιο με αυτόν, είτε κερδοσκοπούν, είτε λαμβάνουν ρίσκο. Η κερδοσκοπία είναι πάντα συναρπαστική, και μπορεί να γίνει εξαιρετικά διασκεδαστική όταν είστε προνοητικοί. Αν θέλετε να δοκιμάσετε την τύχη σας, βάλτε στην άκρη ένα ποσοστό από το κεφάλαιό σας –όσο μικρότερο είναι, τόσο το καλύτερο– σε ένα ξεχωριστό ταμείο γι' αυτόν τον σκοπό. Ποτέ μην προσθέτετε χρήματα σε αυτόν τον λογαριασμό μόνο και μόνο επειδή η αγορά και τα κέρδη έχουν αυξηθεί. (Αυτή είναι η ώρα να σκεφτείτε να αφαιρέσετε χρήματα από το κερδοσκοπικό σας κεφάλαιο.) Σε καμία περίπτωση μην εντάσετε τις κερδοσκοπικές και τις επενδυτικές σας δραστηριότητες στον ίδιο λογαριασμό, ούτε να τις έχετε σε κάποιο τμήμα του μυαλού σας.

Αποτελέσματα που αναμένονται από τον Αμυντικό Επενδυτή

Έχουμε ήδη ορίσει τον αμυντικό επενδυτή ως έναν που ενδιαφέρεται, κατά κύριο λόγο, για την ασφάλεια, σε συνδυασμό με την ελευθερία ως προς τον κόπο. Σε γε-

* Η κερδοσκοπία είναι συμφέρουσα σε δύο επίπεδα: Πρώτον, χωρίς κερδοσκοπία, νέες εταιρείες που δεν έχουν δοκιμαστεί (όπως η Amazon.com ή, σε παλαιότερες εποχές, η Edison Electric Light Co.) δεν θα ήταν ποτέ σε θέση να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για επέκταση. Η δελεαστική, μακρινή πιθανότητα ενός τεράστιου κέρδους είναι το λίπος που λιπαίνει τους μηχανισμούς της καινοτομίας. Δεύτερον, ανταλλάσσεται το ρίσκο (αλλά ποτέ δεν εξαλείφεται) κάθε φορά που αγοράζεται ή πωλείται μια μετοχή. Ο αγοραστής αγοράζει τον πρωτογενή κίνδυνο μείωσης της μετοχής αυτής. Εν τω μεταξύ, ο πωλητής εξακολουθεί να διατηρεί ένα επιπρόσθετο ρίσκο, δηλαδή την πιθανότητα να ανέβει η μετοχή που μόλις πούλησε!

** Ένας λογαριασμός περιθωρίου σας επιτρέπει να αγοράσετε μετοχές χρησιμοποιώντας χρήματα που δανείζεστε από τη χρηματοπιστηριακή εταιρεία. Επενδύοντας με δανεικά, βγάτε περισσότερα όταν οι μετοχές σας ανεβαίνουν, αλλά μπορείτε να τα χάσετε όταν κατεβαίνουν. Η εξασφάλιση για το δάνειο είναι η αξία των επενδύσεων στον λογαριασμό σας. Επομένως, εσείς πρέπει να βάλετε περισσότερα χρήματα αν η αξία αυτή πέσει κάτω από το ποσό που δανειστήκατε. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τους λογαριασμούς περιθωρίου, βλ. www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf και www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.

νικές γραμμές, ποια πορεία θα πρέπει να ακολουθήσει και ποια απόδοση μπορεί να περιμένει υπό «μέσες κανονικές συνθήκες» – εάν υπάρχουν πραγματικά αυτές οι συνθήκες; Για να απαντήσουμε σε αυτά τα ερωτήματα, αρχικά θα πρέπει να εξετάσουμε τι γράψαμε για το θέμα αυτό πριν από επτά χρόνια. Στη συνέχεια, οφείλουμε να επισημάνουμε τις σημαντικές αλλαγές που έχουν λάβει χώρα από τότε στους παράγοντες που διέπουν την αναμενόμενη απόδοση του επενδυτή και, τέλος, είναι αναγκαίο να αναφέρουμε τι πρέπει να κάνει και τι πρέπει να αναμένει υπό τις σημερινές (αρχές του 1972) συνθήκες.

1. Τι είπαμε πριν από έξι χρόνια

Προτείναμε ο επενδυτής να διαιρεί τις συμμετοχές του σε υψηλόβαθμα ομόλογα και βασικές κοινές μετοχές. Η αναλογία που διατηρείται στα ομόλογα, επ' ουδενί πρέπει να είναι κάτω του 25% ή άνω του 75%, με το αντίστροφο να είναι κατ' ανάγκη αληθές για τον παράγοντα της κοινής μετοχής. Η απλούστερη επιλογή του θα ήταν να διατηρήσει μια αναλογία 50-50 μεταξύ των δύο, με προσαρμογές για την αποκατάσταση της ισορροπίας, όταν οι εξελίξεις στην αγορά την είχαν διαταράξει κατά 5%. Ως εναλλακτική πολιτική θα ήταν σε θέση να επιλέξει τη μείωση της συνιστώσας της κοινής μετοχής στο 25%, «εάν θεωρούσε ότι η αγορά ήταν αρκετά επικίνδυνη», και αντιστρόφως να την προωθήσει προς το ανώτατο όριο του 75%, «εάν θεωρούσε ότι μια πτώση των τιμών των μετοχών τις καθιστούσε όλο και πιο ελκυστικές».

Το 1965 ο επενδυτής θα μπορούσε να λάβει περίπου 4½% σε φορολογητέα ομόλογα υψηλής αξιολόγησης και 3¼% για τα με υψηλή αξιολόγηση* αφορολόγητα ομόλογα. Η απόδοση μερισμάτων στις βασικές κοινές μετοχές (με τον DJIA στα 892) ήταν μόνο 3,2%. Αυτό το γεγονός, καθώς και άλλα, προϋπέθεταν προσοχή. Υπονοήσαμε ότι «σε κανονικά επίπεδα της αγοράς», ο επενδυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να επιτύχει αρχική απόδοση μερίσματος μεταξύ 3½% και 4½% επί της αγοράς μετοχών, στην οποία θα πρέπει να προστεθεί η σταθερή αύξηση της υποκειμένης αξίας (και στην «κανονική αγοραία τιμή») μιας αντιπροσωπευτικής λίστας μετοχών ιδίου περίπου ποσού, παρέχοντας συνδυαστικά μια απόδοση από μερίσματα και μια εκτίμηση περίπου 7½% ετησίως. Η διαίρεση στο 50-50 μεταξύ ομολόγων και μετοχών θα απέδιδε περίπου 6% προ φόρου εισοδήματος. Προσθέσαμε ότι η συνιστώσα της μετοχής θα πρέπει να εξασφαλίσει ένα επαρκές επίπεδο προστασίας έναντι της απώλειας της αγοραστικής δύναμης που προκαλείται από τον πληθωρισμό μεγάλης κλίμακας.

Επιβάλλεται να επισημανθεί ότι η προαναφερόμενη αριθμητική υπέδειξε μια προσδοκία πολύ χαμηλότερου ποσοστού αύξησης στο χρηματιστήριο απ' ό,τι είχε λάβει χώρα μεταξύ 1949 και 1964. Το ποσοστό αυτό ήταν, κατά μέσο όρο, πολύ

* Σ.τ.Μ.: Εδώ ο Graham μιλάει για ομόλογα με αξιολόγηση Α και πάνω.

Το πιο σημαντικό βιβλίο που θα διαβάσετε ποτέ για το πώς να επιτύχετε τους οικονομικούς σας στόχους.

Ο μεγαλύτερος σύμβουλος επενδύσεων του εικοστού αιώνα, Μπέντζαμιν Γκράχαμ δίδαξε και ενέπνευσε ανθρώπους σε όλο τον κόσμο. Η φιλοσοφία της «επένδυσης αξίας» του Γκράχαμ -η οποία προστατεύει τους επενδυτές από ουσιώδη σφάλματα και τους διδάσκει να αναπτύξουν μακροχρόνιες στρατηγικές- έχει καταστήσει τον Έξυπνο επενδυτή τη χρηματιστηριακή βίβλο από την αρχική δημοσίευσή της το 1949.

Γιατί αυτή η έκδοση είναι μοναδική;

Ο Έξυπνος επενδυτής μεταφράζεται για πρώτη φορά στα Ελληνικά καλύπτοντας ένα πολύ μεγάλο κενό στη βιβλιογραφία. Με την πάροδο των ετών, οι εξελίξεις στην αγορά απέδειξαν τη σοφία των στρατηγικών του Γκράχαμ. Διατηρώντας την ακεραιότητα του αρχικού κειμένου, αυτή η αναθεωρημένη έκδοση περιλαμβάνει ενημερωμένα σχόλια από τον διάσημο οικονομικό δημοσιογράφο Jason Zweig, η προοπτική του οποίου ενσωματώνει τις πραγματικότητες της σημερινής αγοράς, παραλληλίζει τα παραδείγματα του Γκράχαμ με τα σημερινά οικονομικά πρωτοσέλιδα και δίνει στους αναγνώστες μια πιο λεπτομερή κατανόηση του τρόπου εφαρμογής των αρχών του Γκράχαμ.

Την επιστημονική επιμέλεια έχει αναλάβει ο Χρήστος Τσουνής, διπλά βραβευμένος επιχειρηματίας και συγγραφέας του βιβλίου *Τα 4 βήματα του πλούτου* (Εκδόσεις Κλειδάριθμος). Στο ευρύ κοινό είναι γνωστός μέσα από το ομώνυμο κανάλι του στο YouTube, όπου μιλάει για Οικονομική Επικαιρότητα, Επενδύσεις και Διαχείριση Προσωπικών Οικονομικών.

