

Security Analysis

(Értékpapír-elemzés)

McGraw-Hill, 2000 – Angol nyelven

„Oh tárd ki, tárd ki végtelen nagy ég, Rejtélyes és szent könyvedet előttem”¹ – Kepler Tragédia-beli fohása kiválóan illik azokra az elszánt próbálkozásokra, amelyekkel elméleti és gyakorló szakemberek ostromolják az értékpapírpiacon és benne az értékpapírárok alakulásának titkait. Ezek mindaddig ott lesznek az érdeklődés homlokterében, amíg csak e piac létezik.

A világhírű szakkönyvkiadó, a McGraw-Hill Book Company Inc. Most reprint-ként adta közre Benjamin Graham és David Dodd művének eredeti 1934-es kiadását. A „fülszöveg” szerint – és a McGraw-Hill-nek nyugodtan hihetünk – ezzel a könyvvel kezdődött az értéknövelés céljával történő értékpapír-piaci befektetés tudománya. Az érdeklődés ma is töretlen iránta. Elvitathatatlanul bizonyítja ezt hogy a műnek eddig öt, folyamatosan korszerűsített és bővített kiadása jelent meg, és csaknem egymillió példányban kelt el. Kétségkívül a legnagyobb hatású mű, amelyet a befektetésről valaha is írtak. Ma is a befektetők bibliájának számít.

Benjamin Graham a Wall Street történetének egyik legnagyobb hatású szereplője, akit a modern értékpapír-elemzés atyjának tekint-

nek. Az e mű alapjául is szolgáló nézetei ugyanakkor korántsem csupán elvont, elméleti elemzésből és mérlegelésből születtek. A gyakorlat sikeres próbáját, a szerző valódi szakmai hozzáértését, jártasságát Graham-nek a befektetés menedzserként elért kiemelkedő teljesítménye is tanúsítja. Ő az értéknövelés céljával történő értékpapír-piaci befektetés iskolájának megalapítója. Pénzügyi zseni volt.

A befektetések sajátos ágát alkotják azok az ügyletek, amelyekben a befektető olyan értékpapírokat vásárol meg, amelyekről a maga elemzése alapján úgy ítéli, hogy azokat a piac a valódi értéküknél jelentősen alacsonyabb áron kínálja. Az ilyen lehetőségek feltárása igen magas szakmai felkészültséget igényel. Graham és David Dodd, aki elméletének követője és itt szerzőtársa, az elsők voltak, aki a Wall Streeten módszeresen keresték az „alkalmi vételeket”, azaz az olyan részvényeket és kötvényeket, amelyeket jóval alacsonyabb értéken kínáltak, mint amit ők a cégszámok és az egyéb tények gondos elemzésének és mérlegelésének segítségével tulajdonítottak nekik. Ezzel szakmai előfutárai voltak a napjainkban növekvő jelentőségű keselyű befektetőknek is. Graham munkássága hatásos volt a befektetés számos legenda alakjára. Követői között ott ta-

láljuk a keselyű befektetők egyik első kiemelkedő alakját, Michael Price-t is.

Mára mintegy önálló „szakágá” vált a tőkepiaci spekulációnak az a fajtája, amelynél a befektető bajbajutott cégek értékpapírjait vásárolja fel abban a reményben, hogy a cég erőre kap és vele megnő a papír értéke. Ennek művelőit nevezik keselyű befektetőknek. A keselyű befektetők egy része a befektetéstől várt nyereség elérése érdekében aktívan be is avatkozik a cég életébe: arra törekszenek, hogy maguk irányítsák, de legalább is befolyásolják az anyagi gondokkal küzdő cég feljavítását és/vagy az abban meglévő értékek kimentését. A keselyű befektetők ez utóbbi fajtájáról kitűnő könyvet írt Hilary Rosenberg – The Vulture Investors –, melyet a John Wiley & Sons kiadó adott ki 2000-ben angol nyelven. Michael Price maga is e mű egyik fő alakja.

E Dodd-dal írt művének ma is élvezetes stílusára garancia, hogy Graham a szavak, a kimunkált kifejezés elismert művelője is volt, akit a Columbia Egyetem három tanszékére is meghívtak tanítani: az irodalmi, a gazdasági és a filozófiai tanszékre. David Dodd maga is oktató volt ugyanezen az egyetemen.

A most megjelent kiadás azt az eredeti művet adja a kezünkbe,

1 Madách Imre: Az ember tragédiája

amelyet a szerzők nem sokkal az 1929-es nagy tőzsdei összeomlás után írtak.

Mai szemmel nézve a könyv megkülönböztető sajátossága, hogy a szerzők nem használnak benne matematikai apparátust. Elemzéseiket a gazdasági összefüggések végiggondolásával, a gazdasági logika felhasználásával végzik. Így már természetes az is, hogy értékeléseiket is alapvetően szavakban fejtik ki. ez nyilvánvalóan könnyebben érthetővé teszi művüket és jobban hozzáférhetővé az abban felsorakoztatott tudást mindazoknak, akik kevésbé járatosak a matematikában.

Érthető módon rendkívül vonzóak azok az elemzések, amelyek célja, hogy az addigi történelekből, a papír addigi teljesítményéből előre jelezzék az árfolyamok sajátos alakulását. Ezt itt ne keressük. Érdekes viszont elgondolkodni azon is, hogy valójában mi is lenne az ilyen megfejtés jelentősége. Ha valóban működné, hasonló lenne a legendás bölcsek kövééhez. Mindkettőre érvényes, hogy ha a hatalmunkba keríthetnénk a Nagy Tudást, az rendkívül gyorsan megszűnne a gazdagság forrásaként szolgálni, és ezzel a vagyont keresők számára elveszítené minden csáberejét. A magyarázata ennek roppant egyszerű. Minél értékeőbb egy títok megfejtése, annál kevésbé lehet az kizárólagos birtok-

ként megőrizni. Az is teljesen biztos, hogy ha egyvalaki képes arra rátalálni, akkor más is megtalálja. Emellett általános érvényű törvényszerűség, hogy ha már akár csak gyanítható is, hogy létezik megfejtés, ez már önmagában megsokszorozza az azt kutatók erejét és lerövidíti az oda vezető utat. Márpedig ha az aranycsinálás tudománya elterjedne, az arany értéke a kínálat bővülésével zuhanna. Hasonló a helyzet az értékpapírokba történő befektetéssel. Ha mindenki abból a pozícióból indulna, hogy biztosan tudja, mi a papírok valódi értéke és hogyan alakulnak a továbbiakban azok árfolyamai, akkor e tudás birtokosainak – az esetleges tudatlanokat leszámítva – nem lenne kitől nyerniük.

A művet az teszi nagyon tanulságossá és ezzel igazán értékessé, hogy a benne részletesen bemutatott elemzések és rétékelések végigvezetnek azokon a gondolatmeneteken, értékelési szempontokon és megfontolásokon, amelyeket a szerzők a befektetési döntések kialakításának alapvető elemeiként kezelnek. Igen jelentős hányadot tesznek ki ebben a cégben lévő értékek feltárását célzó elemzések. 16 fejezetben részletezik az eredmény-kimutatás elemzését és annak sajátos elemeit, további 4 fejezetben a mérlegelemzést és a különféle értékelések hatását, 7 fejezetben pedig az ár és

az érték közötti eltérések gyökereit. Hogy mindez még élvezetes olvasmány is, az további kedves többlet, amelyet az olvasó tőlük kap.

Jóllehet hat évtizednél is több telt el e mű megírása óta, a benne megismerhető gondolkodásmód érvénye, alkalmazhatósága és hasznossága töretlen. A leszűrhető tanulságokat viszont nyilvánvalóan annak figyelembe vételével kell kezelni, hogy mindaz, amit a szerzők itt előadnak az akkor és ott – a harmincas évek közepét megelőző időszakban, az USA-ban – szerzett tapasztalatokra támaszkodik. Jó példa erre, amit a garantált hozamú értékpapírokról felvázolnak. Ezek szerint a Wall Street ezeket a papírokat általában alulértékeli – azaz tette ezt a könyvük megírása előtti időszakban. Az ilyen papírok értékét adó garanciákkal szembeni bizalmatlanság eredetét ők egy cég¹ 1915-ös esetére vezetik vissza, amikor is a garanciát vállaló vasúttársaság azzal igyekezett kibújni kötelezettsége alól, hogy az 1901-ben adott garancia vállalásának nem volt meg a cégjogi alapja és azért az érvénytelennek minősíthető.

Érdemes megemlíteni a könyv konzervatíván szép kiállítását is. Tökéletes összhangban van belső értékeivel.

O. P.

1 Kanawha and Hocking Coal and Coke Company