

سرمایه‌گذار هوشمند

نویسنده: بنیامین گراهام

مترجم: سعید سعادتیان

فهرست



پیش‌گفتار مترجم.....	۴
پیش‌گفتار وارن بافت.....	۵
فصل یکم: تفاوت سرمایه‌گذاری و سفته‌بازی، نتایج مورد نظر سرمایه‌گذار هوشمند.....	۱۱
فصل دوم: سرمایه‌گذار و تورم.....	۲۹
فصل سوم: یکصد سال تاریخچه بازار سهام.....	۴۱
فصل چهارم: سیاست‌گذاری عمومی سبد، سرمایه‌گذار تدافعی.....	۵۹
فصل پنجم: سرمایه‌گذار تدافعی و سهام عادی.....	۶۷
فصل ششم: سیاست‌گذاری سبد برای سرمایه‌گذار تحلیل‌گر، رهیافت منفی.....	۸۱
فصل هفتم: سیاست‌گذاری سبد برای سرمایه‌گذار تحلیل‌گر، رهیافت مثبت.....	۹۳
فصل هشتم: سرمایه‌گذار و نوسانات بازار.....	۱۱۹
فصل نهم: تحلیل اوراق برای سرمایه‌گذار غیرمتخصص، رهیافت کلی.....	۱۴۱
فصل دهم: نکاتی در مورد سود هر سهم.....	۱۶۵
فصل یازدهم: مقایسه‌ای میان چهار شرکت بورس.....	۱۷۹
فصل دوازدهم: انتخاب سهام برای سرمایه‌گذار تدافعی.....	۱۹۱
فصل سیزدهم: انتخاب سهام برای سرمایه‌گذار تحلیل‌گر.....	۲۱۱
فصل چهاردهم: سهام‌داران و مدیریت شرکت، سیاست تقسیم سود.....	۲۱۷
فصل پانزدهم: حاشیه امنیت به عنوان مفهوم مرکزی سرمایه‌گذاری.....	۲۲۷

در این فصل به بررسی عناوین مطالبی خواهیم پرداخت که قرار است در کتاب مطرح شود. به خصوص سعی خواهد شد، مفهوم سیاست سبد متناسب با سرمایه‌گذار غیرحرفه‌ای شرح داده شود.

تفاوت سرمایه‌گذاری و سفته‌بازی

منظور ما از "سرمایه‌گذار" کیست؟ در کتاب حاضر، این واژه در مقابل مفهوم "سفته‌باز" به کار خواهد رفت. با تعریفی که در سال ۱۹۳۴ در کتاب "تجزیه و تحلیل اوراق بهادار"^۱ ارائه شده، سعی بر آن است که سرمایه‌گذاری و سفته‌بازی به شرح زیر تفکیک شوند. "یک عملیات سرمایه‌گذاری، عملیاتی است که از آن طریق، تحلیل می‌تواند، از ایمنی بازگشت اصل سرمایه و بازدهی کافی آن اطمینان حاصل نماید. هر فعالیتی که این پیش‌نیازها را تأمین نکند، سفته‌بازانه است." هرچند در ۳۸ سال پس از ارائه این تعریف، ما به شدت به آن وفادار مانده‌ایم توجه به تغییرات اساسی که در کاربرد کلمه "سرمایه‌گذار" اتفاق افتاده نیز همچنان، مفید و شایان توجه است. پس از سقوط بزرگ بازار در سال‌های ۱۹۲۹-۱۹۳۲^۲ همگان، سهام بورس را از بیخ‌وبن سفته‌بازی می‌پنداشتند. (حتی یک مقام مسوول خیلی واضح و صریح بیان داشت که فقط اوراق قرضه^۳ برای سرمایه‌گذاری مناسب است.) بنابراین در چنین شرایطی ما باید از تعریف

^۱. Security Analysis

۲. در سالهای سقوط بزرگ اقتصادی در آمریکا، بورس نیویورک به شدت با ریزش مواجه شد و خواننده گرامی باید توجه داشته باشد که فقط در کشور ما نیست که به بورس به عنوان فعالیتی قمارگونه نگاه می‌شود.

۳. بوند یا اوراق قرضه اسنادی است که به موجب آن شرکت انتشاردهنده متعهد می‌شود مبالغ مشخصی (بهره سالانه) را در زمان‌هایی خاص به دارنده آن پرداخت کند و در زمان مشخص (سررسید) اصل مبلغ را باز پرداخت کند. دارنده اوراق به عنوان بستانکار حق دریافت اصل و بهره آن را دارد ولی هیچ مالکیتی در شرکت ندارد. اوراق قرضه از اوراق بهادار است و

وسیعی که برای سرمایه‌گذاری ارائه داده بودیم، دفاع می‌کردیم. اما حالا نگرانی، دقیقاً برعکس آن زمان است. اکنون باید جلوی این فکر مطالعه‌کنندگان را گرفت که "سرمایه‌گذار" به هر موجودی گفته می‌شود که در بازار سهام حضور دارد. در زمان چاپ آخرین ویرایش کتاب، در ژوئن ۱۹۶۲ در مقاله یک مجله، نمونه‌ای از این مطلب آمده‌است که: "سرمایه‌گذارانِ خرد، در بازارهای نزولی، به طور استقرایی و به شدت فروشنده شده‌اند."^۱ یا در اکتبر ۱۹۷۰، تحریریه اقتصادی همان مجله، از آنچه آن را "سرمایه‌گذاران بی‌احتیاطی" خوانده است که برای خرید عجله دارند، انتقاد کرده‌است.^۲ این نقل‌قول‌ها، سردرگمی سالیانِ دراز در تفکیک کاربرد دو واژه سرمایه‌گذاری و سفته‌بازی را به خوبی نشان می‌دهد. حال، مقایسه کنید تعریفی را که پیشتر برای سرمایه‌گذاری ارائه دادیم با فروش اندک سهامی توسط عده‌ای بی‌تجربه در بازار که آنچه را می‌فروشند حتی صاحبش نیستند و فقط امیدوارند که بتوانند به قیمت‌های خیلی پایین‌تری آن را جایگزین کنند. (شایان ذکر است که وقتی در همان ۱۹۶۲ که زمان چاپ مقاله باشد، بازار ریزش خیلی عمده‌ای را تجربه کرده بود و آمادگی رشدی حتی فراتر از این ریزش را داشت، در واقع بدترین زمان بود برای فروش استقرایی، که هم‌زمان چنین تیتیری روی مجله می‌آمد.) به یک معنا، عبارت "سرمایه‌گذاران بی‌احتیاط" در مقاله بعدی این مجله، یک ترکیب متناقض خنده‌دار مانند "خسیسان دست‌ودلباز" است هرچند ترکیب دوم به اندازه اولی، خبیثانه به نظر نمی‌رسد.

روزنامه از واژه "سرمایه‌گذار" در این مثال استفاده می‌کند تا به زبان ساده وال‌استریت^۳ هر کسی که سهمی می‌خرد یا می‌فروشد را سرمایه‌گذار بنامد، بدون توجه به این‌که چه

طبق آن صادر کننده به خریدار بدهکار می‌شود. این سند دارای سررسید است و مبلغ آن در زمان سررسید به وسیله‌ی صادرکننده پرداخت می‌شود. این اوراق دارای کوپن بهره هستند و بهره‌ی آن‌ها در فواصل زمانی معینی توسط بانک که نمایندگی صدور اوراق را دارد، پرداخت می‌شود. از نظر سررسید، اوراق قرضه به سه دسته‌ی کوتاه مدّت، میان مدّت و بلندمدّت تقسیم می‌شوند. سررسید اوراق کوتاه مدّت بین یک تا پنج سال، سررسید اوراق میان مدّت بین پنج تا ده سال و سررسید اوراق بلند مدّت معمولاً بیش از ده سال است.

۱. فروش استقرایی، عبارت است فروش سهام یا دارایی دیگر بدون داشتن آن به امید استفاده از روند نزولی و تکمیل معامله سودآور با خرید در قیمت‌های پایین‌تر. این روش اکنون در بورس کالای ایران برای فروش سکه وجود دارد ولی برای سهام هنوز این قابلیت فراهم نشده است.

۲. در ایران این تفکیک سرمایه‌گذار و سفته باز یا بسیار اندک وجود دارد یا اصولاً وجود ندارد و به شکل همین مجلاتی است که گراهام هم از آنها یاد می‌کند.

۳. وال استریت بازار بورس کشور ایالات متحده آمریکا مستقر در شهر نیویورک است.

چیزی، با چه هدفی یا به چه قیمتی، نقد یا حتی نسبه می‌خرد یا می‌فروشد؟! این تعبیر را با نگرش عمومی به سهام در سال ۱۹۴۸ مقایسه کنید که بالای ۹۰٪ کسانی که مورد سوال قرار گرفتند مخالف خرید سهام عادی بودند.^۱ تقریباً نیمی از افراد، اظهار کردند که این کار "نامطمئن یا قمار" است و تقریباً نیمی هم دلیل آوردند که "با این کار آشنایی ندارند." در واقع خیلی جالب بود (هرچند تعجب‌آور هم نبود) که خرید سهام عادی از هر نوعش به عنوان بسیار سفته‌بازانه یا خطرناک شناخته می‌شد، در حالی که در همان حال، این سهام، به قیمت‌هایی بسیار جذاب در حال معامله بودند و به زودی بیشترین رشد تاریخشان را آغاز می‌کردند. از آن طرف، این حقیقت که سهام یادشده، بعدها به سطوح بدون شک خطرناکی افزایش قیمت یافتند، به خاطر پیشینه طلایی این سهام، این‌گونه قضاوت شد که حالا این سهام‌ها، "فرصت سرمایه‌گذاری" شده‌اند و کلیه خریداران هم، "سرمایه‌گذار" هستند.

تمایز قائل شدن بین سرمایه‌گذاری و سفته‌بازی در سهام عادی همواره، تمایزی مفید بوده است و نبود آن جای نگرانی دارد. همیشه هم گفته‌شده که وال استریت به عنوان یک نهاد، مسوول برقراری این تمایز و تأکید بر آن در کلیه معاملات عمومی است و گرنه بازارهای سهام شاید، روزی به خاطر زیان‌های سفته‌بازانه سنگین، متهم شوند که به متضرران این بازارها به اندازه کافی هشدار نداده‌اند. همچنین جالب به نظر می‌رسد که بسیاری از زیان‌های کلان مالی اخیر در برخی فعالیت‌های بورسی، ناشی از وجود سهام عادی سفته‌بازانه، در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بوده‌است. ما به مطالعه‌کننده این کتاب اطمینان می‌دهیم که ایده روشنی از خطرهای ذاتی سهام به دست خواهد آورد، خطرهایی که از فرصت‌های سودآوری آن‌ها جدانشدنی‌اند و هر دوی آن‌ها باید در

۱. این نگرش ۷۵ سال پیش ۹۰٪ مردم در کشور آمریکا خیلی شبیه نگرش امروزی در کشور ایران به خرید سهام است که آن را فعالیتی قمارگونه می‌داند. عنوان مقاله ۱۹۶۲ نشان می‌دهد که این نگرش چقدر سریع می‌تواند عوض شود. نظرسنجی که عبارت گراهام بر آن مبتنی است در سال ۱۹۴۸ توسط دانشگاه میشیگان در بولتن فدرال رزرو (Federal Reserve) Bulletin چاپ شد. از مردم سوال می‌شد، "فرض کنید شخصی نمی‌خواهد پولش را خرج کند، او می‌تواند آن را در بانک بگذارد، اوراق قرضه بخرد یا می‌تواند آن را سرمایه‌گذاری کند. به نظر شما خردمندانه‌ترین انتخاب برای سرمایه‌گذاری پول نقد در شرایط امروزی چیست؟ پولش را در بانک بگذارد؟ اوراق قرضه خریداری کند؟ آن را در املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری نماید؟ یا اینکه سهام عادی شرکت‌ها را خریداری نماید؟" فقط ۴٪ مردم فکر می‌کردند که سرمایه‌گذاری در سهام نتایج رضایتبخشی دارد. ۲۶٪ فکر می‌کردند که "نامطمئن" یا "قمار" است. از ۱۹۴۹ تا ۱۹۵۸ بازار سهام یکی از بالاترین بازدهی‌های ده ساله تاریخ خود را با متوسط سالانه ۱۸٫۷٪ به نمایش گذاشت.