

SISSEJUHATUS

Mis on selle raamatu eesmärk?

Selle raamatu mõte on anda igapäevale arusaadavas vormis juhiseid investeerimisstrateegia omandamiseks ja elluviimiseks. Võrdlemisi vähe käsitletakse siin väärtpaberianalüüsi võtteid; põhitähelepanu on pööratud investeerimise põhimõtetele ja investorite hoiakule. Küll aga esitame terve rea konkreetsete väärtpaberite kokkuvõtlikke võrdlusi – peamiselt paarikaupa, nagu need esinevad kõrvuti New Yorgi börsi nimekirjas –, et teha lugejale nähtlikult selgeks tähtsamad elemendid lihtaktsiate valikul.

Suure osa raamatu mahust pühendame finantsturgude ajaloolistele mustritele, mis mõnel juhul katavad lausa mitmekümmend aastat. Väärtpaberitesse arukalt investeerimiseks peavad inimesel olema piisavad teadmised eri liiki võlakirjade ja aktsiate tegeliku käitumise kohta eri tingimustes – vähemalt osa neist tingimustest kordub tõenäoliselt uuesti. Ükski väide pole Wall Streeti kohta tõesem ega tabavam kui Santayana kuulus ütlus: „Kes minevikku ei mäleta, on määratud selle vigu kordama.“

Meie tekst on suunatud just nimelt investoritele, mitte spekulantidele ning meie esmane ülesanne on selgitada ja rõhutada seda praeguseks peaaegu unustatud eristust. Võime kohe öelda, et see raamat ei õpeta, „kuidas teenida miljonit“. Nagu kõikjal mujal pole ka Wall Streetil kindlaid ega kergeid teid rikkuseni. Vahest tasub seniõeldut rõhutadaagi killukesega rahanduse ajaloost – eriti seetõttu, et sellest loost leiab rohkem kui ühe õpetliku iva. Pöördelisel 1929. aastal ülistas Wall Streeti ja kogu riigi üks tähtsamaid tegelasi John J. Raskob kapitalismi hüvesid Ladies Home Journalis ilmunud artiklis pealkirjaga „Igaüks peaks olema rikas“.* Tema tees oli, et investeerides iga kuu ainult 15 dollarit sääste headesse lihtaktsiatesse – ja reinvesteerides dividendi –, teenib 20 aastaga kõigest 3600-dollarise kogupanuse pealt 80 000 dollari suuruse kapitali.

* Raskob (1879–1950) oli keemiahiiu Du Pont direktor ja General Motorsi finantskomitee esimees. Samuti oli ta demokraatliku partei üleriigiline esimees ning Empire State Buildingu ehituse üks eestvedaja. Rahandusprofessori Jeremy Siegeli arvutused kinnitavad, et Raskobi plaan oleks kasvatanud raha 20 aastaga napilt 9000 dollarini, kuigi inflatsioon oleks sellegi suuremas osas ära söönud. Parim viimase aja käsitlus Raskobi vaadetest pikaajalisele investeerimisele on finantsnõustaja William Bernsteini essee aadressil www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

Kui General Motorsi magnaadil oluks õigus, siis oleks see tõepoolest olnud lihtne tee rikkuseni. Oli tal ligilähedaltki õigus? Meie umbkaudne arvutus – mis põhineb eeldusel, et investeeritakse Dow Jonesi tööstuskeskmesse (DJIA) kuuluvasse 30 aktsiasse – näitab, et kui aastatel 1929–1948 oleks järgitud Ras-kobi retsepti, siis oleks investori kapitali väärtus 1949. aasta alguseks jõudnud umbes 8500 dollarini. See jääb väga kaugele suurmehe 80 000-dollarisest lubadusest ning näitab, kui vähe võib usaldada selliseid optimistlikke ennustusi ja kinnitusi. Kõrvalmärkusena peame aga lisama, et sellise 20 aasta pikkuse tegevusega saavutatud reaalne tootlus tähendanuks siiski iga-aastast liitintressi üle 8 protsendi – seda hoolimata asjaolust, et investor oleks alustanud ostmist DJIA tasemel 300 punkti ja lõpetanud valuatsioonide juures, mis põhinesid 1948. aasta sulgumistasemel 177 punkti. Neist andmetest võib tuletada veenva argumendi tugevate lihtaktsiate regulaarse igakuise ostmise poolt mis tahes oludes – seda programmi nimetatakse aktsiaostude ajaliseks hajutamiseks (*dollar-cost averaging*).

Meie raamat pole suunatud spekulantidele ega kehti börsikauplejatele. Nemat juhinduvad enamjaolt graafikutest või teistest suuresti mehaanilistest vahenditest õige ostu- ja müügihetke määramisel. Ainus kõiki nõndanimetatud „tehnilisi lähenemisi“ ühendav põhimõte on see, et peab ostma *sellepärast*, et aktsia või turg on võtnud suuna üles, ning peab müüma *sellepärast*, et see on langenud. Nõnda vastandutakse kardinaalselt kainele ärilisele mõtlemisele igas muus sfääris ning saavutatakse Wall Streetil ülimalt ebatõenäoliselt järjepidevat edu. Meie endi börsikogemuse ja tähelepanekute põhjal rohkem kui 50 aasta jooksul pole me näinud ainsatki inimest, kes oleks järjepidevalt või püsivalt niiviisi „turgu järgides“ raha teeninud. Me ei kõhkle kuulutamast, et selline lähenemine on selle populaarsusega võrreldes sama ekslik. Näitlikustame oma väidet – kuigi seda ei saa mõistagi võtta tõestusena – selles raamatus lühikese aruteluga Dow' kuulsast aktsiakauplemise teooriast.*

Alates esmaväljaandest 1949. aastal on „Intelligentne investor“ ilmunud parandatud ja täiendatud kordustrukkidena umbes iga viie aasta tagant. Praegust väljaannet redigeerides peame arvestama pärast 1965. aasta väljaande kirjutamist ilmnenuid üsna mitme uue arengusuunaga. Nende seas on alljärgnevad.

1. Kõrge reitinguga võlakirjade intressimäärade pretsedenditu tõus.
2. Juhtivate lihtaktsiate hinnataseme ligikaudu 35-protsendine langus, mis lõppes 1970. aasta mais. (Lugematu hulk kehvema kvaliteediga väärtipabereid odavnes märksa enam.)

* Grahami „lühike arutelu“ on kahes jaos lehekülgedel 45 ja 185–186. Vt lähemalt Dow' teooria kohta <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.

3. Hulgi- ja tarbijahindade järjepidev inflatsioon, mis kogus hoogu isegi majanduse üldise jähnenemise taustal 1970. aastal.
4. Nn konglomeraatide, frantsiisäride ning muude suhteliselt uudsete äri- ja rahandusala nähtuste kiire areng. (Nende hulka kuuluvad ka paljud kavalad instrumendid, nagu näiteks „kiriaktsiad“¹, mitmesuguste arvukate optsoonide vohamine, eksitavad nimetused, välispankade kasutamine jms.)^{*}
5. Meie suurima raudteefirma pankrot, paljude varem tugeva positsiooniga ettevõtete ülemäärane lühi- ja pikaajaline võlg ning isegi muret tekitav Wall Streeti maaklerfirmade maksevõime küsimus.^{**}
6. Investeerimisfondide, sealhulgas mõningate pankade hallatavate pensionifondide juhtkonnas levinud uus komme ajada taga „tulemuslikkust“, millel on olnud negatiivsed tagajärjed.

Need nähtused võtame hoolika vaatluse alla; mõnel juhul nõuavad need meie järelduste või rõhuasetuste muutmist eelmise väljaandega võrreldes. Mõistliku investeerimise põhimõtted ei tohiks aastakümnete arvestuses muutuda, küll aga tuleb nende põhimõtete rakendamist kohandada märkimisväärsede muutustega finantsmehhanismides ja -kliimas.

Viimane väide pandi proovile käesoleva väljaande kirjutamise ajal. Redigeeritud mustand valmis 1971. aasta jaanuaris, DJIA oli selleks ajaks jõudsalt toibumas oma 1970. aasta madalaimalt tasemelt 632 punkti ja liikumas 1971. aasta kõrgtaseme 951 punkti poole ning sellega kaasnes üleüldine optimism. Kui novembris 1971 oli valminud puhas käsikiri, vaevles turg juba uuttes languskraampides, mis viisid indeksi alla 797 punktini ja äratasid taas üldise ebakindluse tuleviku ees. Neil kõikumistel pole me lasknud mõjutada oma üldist suhtumist mõistlikku investeerimisstrateegiasse, mis laias laastus on püsinud muutumatu alates raamatu esmatrükist 1949. aastal.

^{*} Investeerimisfondid ostsid „kiriaktsiaid“ börsiväliste tehingutega, seejärel hindasid need avalikul aktsiaturul otsekohe üles (vt Grahami definitsiooni lk 529). Nende abil oli fondidel võimalik raporteerida 1960. aastate keskpaiku jätkusuutmatult kõrgest tootlusest. USA Väärt-paberite ja Börsi Komisjon tegi seadusemuudatustega sellele pettusele 1969. aastal lõpu ning enam ei pea fondiinvestorid selle pärast muretsema. Aktsiooptsoone on selgitatud 16. peatükis.

^{**} Tolleaegne USA suurim raudteefirma Penn Central Transportation Co esitas pankrotikaitse avalduse 21. juunil 1970 – see oli šokk investoritele, kes polnud kunagi uskunud, et selline hiigelettevõtte võiks põhja minna (vt lk 391). Ülemäärase võlga ettevõtete all pidas Graham silmas Ling-Temco-Voughti ja National General Corporationit (vt lk 394 ja 428). Wall Streeti maksevõime probleem tekkis aastatel 1968–1971, mil mitu mainekat maaklerfirmat läks ootamatult pankrotti.

Turu ulatuslik kokkutõmbumine aastatel 1969–1970 oleks pidanud haju-tama eelmise kahe aastakümne jooksul levinud illusiooni. Selle kohaselt võiks juhtivaid lihtaktsiaid osta igal ajal ja igasuguse hinnaga, olles kindel, et lõpuks teenitakse kasumit ja mis tahes vahepealne kaotus tehakse peagi tasa, kui turg tõuseb taas uuele kõrgtasemele. See oli aga liiga ilus, et olla tõsi. Pikapeale on aktsiaturg „pöördunud tagasi normaalsesse seisusse“, selles mõttes, et nii spekulandid kui ka aktsiainvestorid peavad jälle olema valmis peale tõusude üle elama oma vara väärtuse märkismisväärsed ja võib-olla pikaajalisi kahanemisi.

Paljude teise- ja kolmandajärguliste ning eeskätt hiljuti börsile viidud ettevõtete lihtaktsiate sektoris kutsus viimast turulangust esile katastroofi. Iseenesest polnud selles midagi uut – samal määral juhtus see aastatel 1961–1962 –, kuid nüüd lisandus uudse elemendina tõsiasi, et mõnel investeerimisfondil oli suur positsioon seda tüüpi ülispekulatiivsetes ja ilmselgelt ülehinnatud väärt-paberites. Nähtavasti ei pea üksnes algajaid hoiatama, et kui entusiasmi on ehk mõnes muus valdkonnas edu saavutamiseks hädavajalik, toob see Wall Streetil peaaegu eranditult kaasa hävingu.

Põhiküsimus, millega peame tegelema, võrsub kvaliteetvõlakirjade intressi-määra tohutust tõusust. 1967. aasta lõpust saadik on investorid teeninud see-sugustelt võlakirjadelt üle kahe korra suuremat tulu võrreldes indeksites esi-natud lihtaktsiate dividendidega. 1972. aasta alguses oli tootlus kõrge reitinguga võlakirjadelt 7,19% ja tööstusaktsiatelt kõigest 2,76%. (See on võrreldav 1964. aasta lõpu vastavate näitajatega 4,4% ja 2,92%.) Raske on mõista, et selle raamatu algversiooni kirjutamise ajal 1949. aastal olid arvud peaaegu täpselt vastupidised: võlakirjad tootsid ainult 2,66%, aktsiad aga 6,82%.² Varasemates väljaannetes oleme järjekindlalt soovitanud konservatiivsele investorile hoida vähemalt 25% portfelist lihtaktsiates ning üldiselt pidanud õigeks kahe väärt-paberiliigi suhet 50 : 50. Nüüd peame kaaluma, kas võlakirjade tootluse praegune suur edu aktsiate tootluse ees ei õigustaks täielikult võlakirjadest koos-neva portfelli strateegiat, seni kuni taastub mõistlikum suhe, mis meie ootuste kohaselt kindlasti juhtub. Loomulikult on otsuse langetamisel tähtis roll ka jätkuval inflatsioonil. Üks peatükk ongi pühendatud sellele arutelule.*

Minevikus oleme teinud põhimõttelist vahet kahte tüüpi investori vahel, kellele see raamat on suunatud – need on alalhoidlik ja ettevõtlik investor. Alalhoidlik (ehk passiivne) investor paneb peamise rõhu tõsiste vigade ja kah-jumite vältimisele. Tema teine eesmärk on hoiduda liigest tööst, tulinast ja

* Vt 2. ptk. 2003. aasta alguse seisuga on USA valitsuse kümneaastaste võlakirjade tootlus 3,8%, aktsiad (Dow Jonesi tööstuskeskmise järgi mõõdetuna) pakuvad tootlust 1,9%. (Pange tähele, et suhe ei erine väga palju Grahami esitatud arvudest 1964. aasta kohta.) Kvaliteet-võlakirjadelt teenitav tulu on järjepidevalt kahanenud alates 1981. aastast.

pidevast otsuste langetamisest. Ettevõtliku (ehk aktiivse või agressiivse) investori põhitunnus on valmisolek pühendada aega ja jõudu tugevate ning samal ajal keskmisest atraktiivsemate väärtpaberite väljasõelumisele. Sellisel ettevõtlikul investoril on põhjust oodata oma võimete ja vaeva eest teenitud preemiat mitme aastakümne jooksul saadud parema tootlusena passiivse investoriga võrreldes. On mõneti kaheldav, kas praegune seis võiks aktiivsele investorile märkimisväärt lisakompensatsiooni töötada. Kuid järgmine või ülejäämine aasta võib kujuneda juba teistsuguseks. Seega pühendame endistviisi tähelepanu ettevõtliku investeerimise võimalustele, nii nagu need olid olemas varasematel perioodidel ning võivad naasta edaspidi.

Kaua on valitsenud seisukoht, et eduka investeerimise kunst seisneb esmalt selliste tööstusharude valimises, mis tulevikus suurima tõenäosusega kasvavad, ning seejärel neist tööstusharudest kõige enam lootust andvate ettevõtete tuvasutamises. Näiteks märkasid targad investorid – või nende targad nõustajad – juba ammu suurt kasvupotentsiaali arvutitööstuses tervikuna, täpsemalt International Business Machines. Sama kehtib terve hulga muude kasvavate tööstusharude ja ettevõtete kohta. See pole nii lihtne, kui tagantjärele alati paistab. Oma mõtte selgitamiseks lisagem siia lõik meie raamatu 1949. aasta väljaandest.

Selline investor võib olla näiteks lennutranspordi aktsiate ostja, uskudes, et nende tulevik on veel hiilgavam, kui praegune turutrend näitab. Seda liiki investori jaoks seisneb meie raamatu väärtus pigem selle soovitud investeerimispõhimõtte taga varitsevate karide eest hoiatamises kui teekonna jätkamist hõlbustavate positiivsete strateegiate pakkumises.*

Karid on just nimetatud majandusharus eriti ohtlikuks osutunud. Muidugi oli lihtne ennustada, et lennuliikluse maht kasvab aastatega mitu korda. Selle tööga tõttu said lennufirmade aktsiatest investeerimisfondide lemmikud. Kuid hoolimata käibe paisumisest – isegi kiiremas tempos kui arvutitööstuses – tõi tehnoloogiliste probleemide koosmõju mahu liigse paisumisega kaasa kõikuvad ja lausa katastroofilised kasuminumbrid. Aastal 1970 jõudis lennu-

* „Lennutranspordi aktsiad“ tekitasid 1940. aastate lõpus ja 1950. aastate alguses mõistagi sama palju elevust kui internetiaktsiad pool sajandit hiljem. Tolle aja kuumimad investeerimisfondid olid Aeronautical Securities ja Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Need fondid ja nende omanduses olnud aktsiad töid investoritele lõppkokkuvõttes hävingu. Tänapäeval on laialt aktsepteeritud, et lennundustööstuse kogu ajaloo kumulatiivne kasum on olnud negatiivne. Graham ei taha sellega öelda, et tuleb vältida lennufirmade aktsiate ostmist, vaid pigem seda, et kunagi ei tasu olla tõsikindlalt veendunud ühe sektori teisi edestavas tulevikutootluses.

liikluse maht küll järjekordselt uue rekordini, kuid sellest hoolimata tootsid lennufirmad aktsionäridele ühtekokku umbes 200 miljonit dollarit kahjumit. (Kahjumit saadi ka aastatel 1945 ja 1961.) Nende ettevõtete aktsiate langus 1969.–1970. aastal ületas kogu turu oma. Andmed näitavad, et isegi investeerimisfondide kõrgepalgalised täiskohaga eksperdid läksid tähtsa ja igati ebasoteerilise tööstusharu lähemagi tuleviku prognoosimisega täielikult alt.

Teisest küljest: kuigi investeerimisfondid olid suurelt investeerinud IBM-i ja selle investeringuga märkimisväärset tulu teeninud, ei lubanud pealtnäha kõrge aktsiahind ja *tõsikindla* teadmise puudumine kasvutempo jätkumise kohta paigutada sellesse säravasse aktsiasse enam kui, ütleme, 3% fondi varast. Sestap ei otsustanud fondi kogutulemust sugugi see suurepärane valik. Lisaks paistavad paljud – kui mitte kõik – investeringud teistesse arvutitööstuse ettevõtetesse peale IBM-i olevat kahjumlikud. Neist kahest laiapõhjalisest näitest tuletame lugejatele kaks järgmist moraali.

1. Ilmselged füüsilise kasvu väljavaated mingil ärialal ei muutu automaatselt investorite kasumiks.
2. Ekspertidel puuduvad usaldusväärsed meetodid, et valida välja kõige enam lootust andvad ettevõtted kõige enam lootust andvates tööstusharudes ning neile keskenduda.

Autor oma finantsalase karjääri jooksul fondijuhina seda lähenemist ei järginud ega saa seetõttu anda konkreetset nõu ega suurt innustust neile, kes võib-olla sooviksid seda proovida.

Mida me siis selle raamatuga saavutada püüame? Meie põhieesmärk on suunata lugejat potentsiaalselt ränki vigu vältima ning luua juhtnöörid, millega ta tunneb end mugavalt. Räägime päris palju investorite psühholoogiast. On ju investori põhiprobleem – ja lausa tema suurim vaenlane – tõenäoliselt tema ise. („Süü, kallid investor, ei ole tähtedel – ega aktsiatel –, vaid meil endil ...“) See on viimastel aastakümnetel osutunud seda tõesemaks, mida enam on konservatiivsed investorid olnud sunnitud soetama lihtaktsiaid ja niiviisi tahes-tahmata sattunud aktsiaturu eelvuse ja ahvatluste küüsi. Argumentide, näidete ja manitsuste varal loodame aidata lugejal kujundada investeerimisotsusteks vajalik vaimne ja emotsionaalne hoiak. Oleme näinud, et palju enam teenivad ja *säilitavad* raha investeerimiseks sobiva meelelaadiga tavainimesed kui need, kel pole seda kiiduväärt omadust, ehkki teadmised rahandusest, raamatu pidamisest ja aktsiaturgude tagamaadest on laialdased.

Lisaks loodame süstida lugejasse harjumuse mõõta ja hinnata. 99 aktsia kohta sajab oskame öelda, et mingil hinnatasemel oleks see ostmiseks piisa-

valt odav ning mingil hinnatasemel liiga kallis ja tuleks maha müüa. Harjumus seostada makstavat summat pakutava kaubaga on investeerimise juures hindamatu omadus. Ühes naisteajakirja artiklis aastaid tagasi soovitasime lugejatel osta aktsiaid nii, nagu nad ostavad toidukaupu, mitte aga nii, nagu nad ostavad parfüümi. Viimaste aastate kõige kohutavamad kahjumid (ja sarnaseid näiteid leidub ka varasemast ajast) on saadud nende lihtaktsiatega, mille puhul unustas ostja küsida: „Kui palju?“

Juunis 1970 võis küsimusele „Kui palju?“ vastata maagilise numbriga 9,4% – selline oli uute emiteeritavate kõrge reitinguga avaliku sektori võlakirjade tootlus. Praeguseks on see langenud umbes 7,3 protsendile, aga isegi selline tootlus sunnib meid küsima: „Milleks vastata midagi muud?“ On aga teisigi võimalikke vastuseid ja neid tuleb hoolikalt kaaluda. Lisaks kordame, et nii meie ise kui ka meie lugejad peavad ette valmis olema võib-olla sootuks teistugusteks oludeks näiteks aastatel 1973–1977.

Seepärast pakume üksikasjalikku positiivset aktsiainvesteeringute programmi, mis jääb osaliselt mõlema investoriklassi tegevussfääri ja osaliselt ongi eeskätt mõeldud ettevõtlikule rühmale. Nii veider kui see ka ei tundu, on üks me peamine nõue, et lugejad jääksid üksnes nende väärtpaberite juurde, mis ei kauple palju kõrgemal oma materiaalse vara väärtusest.^{*} Selle pealtnäha moest läinud soovitus põhjendused on nii hästi praktilised kui ka psühholoogilised. Kogemused on näidanud, et kuigi on olemas palju häid kasvuettevõtteid, mille turuväärtus ületab mitu korda netovara väärtust, muutub sellisesse ettevõttesse investeerija liialt sõltuvaks aktsiabörsi kapriisidest ja kõikumistest. Seevastu investeerides näiteks taristuettevõtetesse^{**} ligilähedalt nende netovara väärtuse juures, saab investor ennast pidada osanikuks hea tervisega ja laienevas äriühingus, mis on soetatud mõistliku hinnaga – olenemata aktsiaturu vastuväidetest. Säärase konservatiivse strateegia lõpptulemus kujuneb tõenäoliselt paremaks kõigist põnevatest seiklustest kasvuootuste glamuurses ja ohtlikus maailmas.

Investeeringu kunst paistab silma ühe omadusega, mida üldiselt ei kiputa tunnistama. Korralikke, ehkki mitte vapustavaid tulemusi võib saavutada

* Materiaalse vara hulka kuulub ettevõtte füüsiline omand (näiteks kinnisvara, vabrikud, sisse-seade ja inventar), aga ka rahaline saldo (näiteks sularaha, lühiajalised investeeringud ja saadaolevad summad). Materiaalse vara hulka ei loeta brände, autoriõigusi, patente, frantsiise, maineväärtust ega kaubamärke. Materiaalse vara väärtuse arvutamise kohta vt joonelust märkust lk 191.

** Nüüd ja edaspidi, kui Graham räägib taristuettevõtetest, peab ta silmas eelkõige veevärke, elektrivõrke jms (*utilities*). Raudteefirmadest, mis peaksid teoreetiliselt ka taristuettevõtteid olema, räägib ta kui transpordifirmadest. Toimetaja märkus.

asjasse pühendamatu investor, kes rakendab selleks võimalikult vähe jõupingutusi ja võimeid. Sellest hõlpsasti saavutatavalt tasemelt edasijõudmiseks on vaja juba palju pühendumist ja rohkem kui kübeke tarkust. Kui püüate tuua oma investeerimisprogrammi *vaid pisut* lisateadmisi ja kavalust, võite avastada, et normaalsest pisut parema tulemuse asemel olete saanud hoopis kehvema.

Kuna igauks võib turu keskmisega võrdse tulemuse saavutada – lihtsalt ostes ja hoides indeksites esindatud aktsiaid –, võib keskmise ületamine tunduda võrdlemisi lihtne. Tegelikult on üllatavalt suur hulk tarku inimesi, kes seda üritavad ja läbi kukuvad. Isegi enamik investeerimisfonde kõigi oma kogunud töötajatega pole näidanud aastate lõikes nii häid tulemusi kui turg tervikuna. Eespool öeldu kehtib ka aktsiaturgude kohta avaldatud maaklerfirmade prognooside kohta, mis näitavad veenvalt, et kalkuleeritud ennustamine pole kaugeltki nii usaldusväärne kui lihtsalt kulli ja kirja viskamine.

Seda raamatut kirjutades oleme püüdnud silmas pidada investeerimisel sagedasti ette tulevat kari. Rõhutame lihtsa portfelli strateegia voorusi – kõrge reitinguga võlakirjade ja juhtivate lihtaktsiate hajutatud nimekirja ostmist –, mida saab iga investor teostada ilma ekspertide suurema abita. Katseid astuda sellelt tuttavalt ja turvaliselt territooriumilt väljapoole oleme kujutanud kui keerulisi väljakutseid, eriti mis puudutab investori temperamenti. Enne seesugust üritust peaks investor olema kindel iseendas ja oma nõuandjates – eriti selles, kas neil on selge arusaam investeeringu ja spekulatsiooni, aga ka turuhinna ja fundamentaalväärtuse erinevusest.

Selgepiiriline käsitlus investeerimisest, mis tugineb vankumatult nn turvaru (*margin of safety*) põhimõttele, võib anda kenakest tulu. Kuid otsust püüelda säärase tulu poole, selmet noppida alalhoidliku investeerimise kindlaid vilju, ei tohiks langetada ilma põhjaliku eneseanalüüsita.

Lõpetuseks veel üks tagasisivaatav mõte. Kui autor noorena 1914. aasta juunis Wall Streetile sisenes, polnud kellelgi õrna aimu, mida järgmine pool sajandit endaga kaasa toob. (Aktsiaturg isegi ei kahtlustanud, et kahe kuu pärast võiks puhkeda maailmasõda ja sulgeda New Yorgi börsi.) Nüüd, 1972. aastal, oleme maailma rikkaim ja võimsaim riik, kuid meid kimbutavad endistviisi kõikvõimalikud suured probleemid ja me oleme tuleviku suhtes pigem ettevaatlikud kui kindlad. Sellegipoolest, kui me võtame vaatluse alla üksnes Ameerika Ühendriikide investeerimiskogemuse, siis viimased 57 aastat sisendavad tublisti turvatunnet. Läbi kõikide ohvrite ja tormide, mis on olnud ühtaegu ootamatud ja laastavad, on püsinud tõde, et mõistlikud investeerimis-põhimõtted annavad üldjoontes mõistlikke tulemusi. Oma tegevuses peame lähtuma eeldusest, et see jääb nii ka edaspidi.

Märkus lugejale. See raamat ei võta vaatluse alla *üleüldist* säästjate ja investorite finantstegevust, vaid käsitleb üksnes seda osa rahast, mida nad on valmis paigutama kaubeldavatesse (või lunastatavatesse) väärtpaberitesse ehk võlakirjadesse ja aktsiatesse. Nii ei tee me ka juttu sellistest tähtsatest instrumentidest nagu liht- ja tähtjalised hoiused, hoiu-laenuühistud, elukindlustus, pensionikindlustus, kinnisvarahüpoteedid ja muud laadi osalused äriühingutes. Lugejal tasub meeles pidada, et tekstis kohatav sõna „praegu“ või midagi samatähenduslikku viitab 1971. aasta lõpule või 1972. aasta algusele.

KOMMENTAAR SISSEJUHATUSELE

Kui te olete ehitanud õhulosse, siis ei pea teie töö ilmingimata raisku minema – õhk on neile õige koht. Nüüd rajage neile ka alusmüür.

– *Henry David Thoreau, Walden*

Nagu te märkate, kuulutab Graham kohe algusest peale, et see raamat ei õpeta teile, kuidas turgu lüüa. Ükski tõsiselt võetav raamat ei saa seda teha.

Selle asemel annab see raamat teile kolm meeldejäädavat õppetundi:

- kuidas viia miinimumini pöördumatute kahjumite tõenäosust;
- kuidas viia maksimumini kasumi jätkusuutliku teenimise võimalusi;
- kuidas talitseda ennasthävitatavat käitumist, mis ei lase enamikul investoritel saavutada oma täit potentsiaali.

1990-ndate lõpu buumiaastatel, kui tehnoloogiaaktsiate väärtus näis iga päevaga kahekordistuvat, oli absurdne mõeldagi, et mingil hetkel võid peaaegu kogu raha kaotada. Kuid 2002. aasta lõpuks olid paljud interneti- ja telekomifirmad kaotanud oma väärtusest 95% või rohkemgi. Kui olete kaotanud 95% rahast, peate saavutama 1900% tootluse, *et üldse algseisu tagasi jõuda*.^{*} Kerge meelne risk võib tõugata teid nii sügavasse auku, et sellest välja tulla polegi enam võimalik. Sellepärast rõhutab Graham pidevalt kahjumi vältimise tähtsust – mitte ainult 6., 14. ja 20. peatükis, vaid hoiatussõnadega, mille ta on põiminud läbi kogu teksti.

Ent ükskõik kui hoolikas te ka poleks, langeb teie investeeeringu väärtus vahetevahel paratamatult. Keegi ei saa seda riski välistada, kuid Graham näitab teile, kuidas seda hallata – ja kuidas oma hirme talitseda.

KAS TE OLETE INTELLIGENTNE INVESTOR?

Anname nüüd vastuse ühele elutähtsale küsimusele. Mida peab Graham „intelligentse“ investori all täpsemalt silmas? Selle raamatu esmatrükis defineerib Graham mõiste – ja teeb selgeks, et sedasorti intelligentsusel ei ole midagi

* Sellele väitele mõõtkava tekitamiseks mõelge järele, kui tihti teil tõenäoliselt õnnestub osta aktsiat 30 dollariga ja müüa 600 dollariga.

pistmist IQ või SAT-i skooriga. See tähendab lihtsalt kannatlikkust, distsiplineeritust ja tahet õppida; samuti peate suutma emotsioone talitseda ja oma peaga mõelda. Sedasorti intelligentsus, nagu Graham selgitab, „on pigem iseloomu kui aju omadus“.*

Leidub tõendeid, et kõrge intelligentsus ja kõrgharidus ei tee veel investori arukaks. 1998. aastal kaotas matemaatikute, arvutiteadlaste ja kahe Nobeli auhinna laureaadist majandusteadlase juhitud riskifond Long-Term Capital Management L.P. mõne nädalaga üle kahe miljardi dollari, panustades suurelt sellele, et võlakirjaturg pöördub tagasi „normaalsesse“ seisule. Võlakirjaturg liikus aga järjest rohkem ebanormaalsuse poole – LTCM oli laenanud nii palju raha, et nende kokkuvarisemine lükkas äärepealt uppi kogu ülemaailmse finantssüsteemi.**

Ning juba 1720. aasta kevadel olid sir Isaac Newtonil Inglismaa kuumima ettevõtte South Sea Company aktsiad. Tundes, et turg hakkab käest minema, nentis suur füüsik: „Ma oskan arvutada taevakehade liikumist, aga mitte inimeste hullust.“ Newton müüs South Sea aktsiad ja pani taskusse 100% kasumit kogusummas 7000 naelsterlingit. Vaevalt mõni kuu hiljem läks ta aga turu pöörase entusiasmiga kaasa ja ostis aktsiat uuesti palju kõrgemalt – ning kaotas 20 000 naela (ehk tänases vääringus üle kolme miljoni). Terve ülejäänud elu ei lubanud ta kellelgi South Sead tema juuresolekul mainida.***

Sir Isaac Newton oli üks intelligentsemaid inimesi, kes on kunagi elanud, kui võtame aluseks tavapärase käsitluse intelligentsist. Ent Grahami mõistes polnud Newton kaugeltki intelligentne investor. Lubades rahvahulkade vaimustusel omaenda arutlusvõimet mõjutada, käitus maailma suurim teadlane rumalalt.

Kokkuvõtlikult: kui teie investeeringud on seni nurjunud, siis mitte sellepärast, et oleksite rumal, vaid sellepärast, et samamoodi kui Isaac Newtonil pole ka teil välja arendatud emotsionaalset distsipliini, mida edukas investeerimine nõuab. 8. peatükis kirjeldab Graham, kuidas kasvatada oma arukust, talitsedes emotsioone ja mitte järele andes turu ebaratsionaalsusele. Seal võite omandada temalt õppetunni, et investori „intelligents“ on pigem iseloomu kui aju omadus.

* Benjamin Graham, „The Intelligent Investor“ (Harper & Row, 1949), lk 4.

** Riskifond (*hedge fund*) on riiklikult suuresti reguleerimata investeerimisfond, mis paigutab agressiivselt jõukate klientide raha. LTCM-i loo esitab suurepäraselt Roger Lowenstein, „When Genius Failed“ (Random House, 2000).

*** John Carswell, „The South Sea Bubble“ (Cresset Press, London, 1960), lk 131, 199.

SAATUSELÖÖKIDE KROONIKA

Võtkem nüüd hetkeks vaatluse alla viimaste aastate tähtsamad finantsarengud.

1. Rängim börsikrahh pärast suurt majanduskriisi, kui USA aktsiad kaotasid ajavahemikul 2000. aasta märtsist 2002. aasta novembrini 50,2% oma väärtusest – ehk 7,4 triljonit dollarit.
2. 1990. aastate kuumimate ettevõtete aktsiate – sealhulgas AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent ja Qualcomm – palju sügavam kukkumine pluss sadade internetiaktsiate täielik häving.
3. Süüdistused laiaulatuslikus finantspettuses mitme Ameerika suurema ja lugupeetuma korporatsiooni aadressil, nende seas Enron, Tyco ja Xerox.
4. Selliste kunagiste säravate ettevõtete nagu Conseco, Global Crossing ja WorldCom pankrot.
5. Väited, et raamatupidamisfirmad on andmeid võltsinud ja koguni dokumente hävitanud, võimaldamaks oma klientidel investoreid eksitada.
6. Etteheited suurfirmade tippjuhtidele, kes on isikliku kasusaamise eesmärgil firmadest välja kantunud sadu miljoneid dollareid.
7. Tõendid, et Wall Streeti väärtpapierianalüütikud ülistasid aktsiaid avalikult, samas eraviisil tunnistasdes, et need on rämps.
8. Aktsiaturg, mis isegi pärast verd tarretama panevat langust paistab ajaloolise mõõdupuu järgi endistviisi ülehinnatud ning annab paljudele ekspertidele alust arvata, et langusruumi on veel.
9. Intressimäärade järjepidev langus, mis pole jätnud investoritele ühtegi huvipakkuvat alternatiivi peale aktsiate.
10. Investeerimiskeskond, mis heitleb ettenägematu globaalse terrorismi ja Lähis-Ida sõja ohuga.

Suurt osa sellest kahjust saanuks investorid vältida (ja vältisidki!) Grahami põhimõtteid omandades ja järgides. Graham ütleb: „Kui entusiasmi on ehk muudes valdkondades millegi saavutamiseks hädavajalik, siis Wall Streetil toob see peaaegu eranditult kaasa hävingu.“ Paljud inimesed tegid neidsamu rumalaid vigu, mis Isaac Newton, minnes kaasa üleüldise vaimustusega internetiaktsiate, suurte „kasvuaktsiate“ või terve aktsiaturu vastu. Nad lasid teiste inimeste hinnangul oma arvamust kujundada. Nad ei teinud välja Grahami hoiatusest, et kõige kohutavamad kahjumid tekivad alati siis, kui ostja unustab küsida: „Kui palju?“ Ning mis valusaim – kaotades enesevalitsuse just siis, kui seda olnuks kõige rohkem vaja, tõestasid need inimesed Grahami väidet, et investori põhiprobleem – ja lausa suurim vaenlane – on tõenäoliselt tema ise.

KINDEL ASI, MIS VEDAS ALT

Paljud olid eriti sisse võetud tehnoloogia- ja internetiaktiivsetest, uskudes kõrgtehnoloogia haipi, et selle majandusharu kasv ületab kõiki teisi pikkade aastate vältel või koguni igavesti.

- 1999. aasta keskel, olles teeninud ainuüksi aasta esimese viie kuuga 117,3% tootlust, prognoosis Monument Internet Fundi portfelli haldur Alexander Cheung, et fond toodab järgmise kolme kuni viie aastaga ikka 50% aastas ja „edasise 20 aasta jooksul“ kesktlābi 35% aastas.*
- Pärast seda kui Amerindo Technology Fund kasvas 1999. aastal usumatult võimsalt 248,9%, pilkas fondi portfelli haldur Alberto Vilar kõiki, kes julgesid kahelda, et internet on rahateenimise igiliikur: „Kui te sellest sektorist väljas olete, siis jääb teie tootlus kasinaks. Teie sõidate hobuvankriga, mina Porschega. Kas teile ei meeldi kümnekordse kasvu väljavaated? Siis vaadake tõesti mujale.“**
- Veebruaris 2000 kuulutas riskifondi juht James J. Cramer, et praegusel ajal tasub omada ainult internetiga seotud firmasid. Need „uue ilma võitjad“, nagu ta neid nimetas, „on ainsad, mis nii headel kui ka halbadel päevadel järjepidevalt kerkivad“. Cramer võttis vaevaks heita kivi isegi Grahami kapsaaeda: „Visake minema kõik šabloonid, valemid ja tekstid, mis eksisteerisid enne veebi ... Kui lähtuksime vähimalgi määral sellest, mida Graham ja Dodd meile õpetavad, poleks meie fondis punast krossigi.“***

* Constance Loizos, „Q&A: Alex Cheung“, InvestmentNews, 17. mai 1999, lk 38. Suurim investeerimisfondi tootlus 20 aasta vältel on olnud 25,8% aastas, mille saavutas legendaarne Peter Lynch fondiga Fidelity Magellan kahe aastakümne jooksul kuni 31. detsembrini 1994. Lynchi sooritus tegi 10 000 dollarist 20 aastaga üle 982 000 dollari. Cheung prognoosis, et tema fond teeb 10 000 dollarist sama aja jooksul rohkem kui neli miljonit. Investorid ei pidanud Cheungi aga sugugi naeruväärselt optimistlikuks, vaid pakkusid talle aina raha juurde, lisades järgmise aastaga tema fondi üle 100 miljoni dollari. 1999. aasta mais tehtud 10 000 dollari suurune investeering Monument Interneti fondi sulanuks 2002. aasta lõpuks umbes 2000 dollarini. (Monumenti fondi pole selle algsel kujul enam olemas, see kannab nüüd nime Orbitex Emerging Technology Fund.)

** Lisa Reilly Cullen, „The Triple Digit Club“, Money, detsember 1999, lk 170. Kui oleksite investeerinud 1999. aasta lõpus Vilari fondi 10 000 dollarit, oleks teil 2002. aastal sellest järel olnud vaid 1195 dollarit – üks tõsisemaid hävinguid investeerimisfondide ajaloos.

*** Crameri lemmikaktiivid ei kerkinud järjepidevalt headel ega halbadel päevadel. 2002. aasta lõpuks oli iga kümnes juba pankrotistunud ja 10 000 dollari suurune investeering jagatuna võrdsetes osades Crameri valitud ettevõtetesse oleks kaotanud 94% oma väärtusest, jättes järele üksnes 597,44 dollarit. Võib-olla tahtis Cramer öelda, et tema aktiivid pole võitjad mitte uues ilmas, vaid teises ilmas.

Kõik need nõndanimetatud eksperdid eirasid Grahami kainestavaid hoiatussõnu: „Ilmselged füüsilise kasvu väljavaated mingil ärialal ei muutu automaatselt investorite kasumiks.“ Võib-olla on lihtne ennustada, milline majandusharu kõige kiiremini kasvab, aga selle teadmisega pole tegelikult midagi peale hakata, kui enamik teisi investoreid ootab juba sama asja. Selleks ajaks, kui kõik on äratundmisele jõudnud, et see majandusharu on „ilmselgelt“ parim investeering, on aktsiahinnad juba nii kõrgele aetud, et edasisel tootlusel pole minna kuhugi mujale kui negatiivseks.

Vähemalt praegu pole enam kellelgi jultumust öelda, et tehnoloogia on jätkuvalt maailma suurima kasvuga majandusharu. Aga pidage kindlasti meeles: inimesed, kes nüüd väidavad, et järgmine „kindel asi“ on näiteks tervishoid, energia, kinnisvara või kuld, eksivad lõpuks sama suure tõenäosusega kui kõrgtehnoloogia haipijad.

POLE HALBA ILMA HEATA

Kui 1990. aastatel ei tundunud ükski hind aktsiate eest liiga kallis, siis 2003. aastaks oleme jõudnud punkti, kus ükski hind ei paista piisavalt odav. Pendel on liikunud teise otsa, nagu see Grahami järgi alati juhtub, arutust õhinast põhjendamatu pessimismini. 2002. aastal võtsid investorid aktsiatesse investeerivatest fondidest välja 27 miljardit dollarit ja Väärtpaberitururu assotsiatsiooni uuringu kohaselt vähendas kümnendik investoreid aktsiainvesteeringuid vähemalt 25% võrra. Needsamad inimesed, kes 1990. aastate lõpus innukalt aktsiaid ostsid – kui aktsiahinnad muudkui tõusid ja seetõttu kalliks muutusid –, müüsid nüüd aktsiaid sedamööda, kuidas nende hind langes ehk kuidas ettevõtted odavnesid.

Graham demonstreerib 8. peatükis ilmekalt, et see on täpselt tagurpidi käitumine. Intelligentne investor mõistab, et aktsiahindade tõustes muutuvad aktsiad riskantsemaks, mitte vähem riskantseks – ja kui aktsiahinnad langevad, siis muutuvad aktsiad jällegi vähem riskantseks, mitte riskantsemaks. Intelligentne investor kardab pulliturgu, sest see muudab aktsiad ostjale kulukamaks. Ja vastupidi (kuniks jätate endale piisavalt raha kätte, et katta oma muid vajalikke kulutusi) – peaksite tervitama karuturgu, sest see toob aktsiad uuesti soodushinnaga müüki.*

* Selle reegli ainus erand on kõrges pensionieas investor, kes ei pruugi enam pikaajalist karuturgu üle elada. Ent isegi eakas investor ei peaks müüma oma aktsiaid pelgalt sellepärast, et nende hind on langenud. Sellise lähenemisega ei muutu mitte ainult tema paberil olev kaotus reaalseks, vaid pärijatel kaob ka potentsiaalne võimalus pärida aktsiad odavam hinnaga, et nende maksukohustus oleks väiksem.

Nii et ärge kaotage julgust: pullituru surm ei ole selline halb uudis, nagu kõik arvavad. Tänu aktsiahindade odavnemisele on nüüd märksa ohutum ja mõistlikum aeg jõukust koguda. Lugege edasi ning Graham näitab teile, kuidas seda teha.

1. PEATÜKK

Investeerimine või spekulatsioon: milliseid tulemusi võib oodata arukas investor?

Selles peatükis visandame üldjoontes seisukohad, mida lugejale raamatus edaspidi esitame. Eeskätt püüame kohe alguses luua mitteprofessionaalsele era-investorile sobiliku portfelli strateegia kontseptsiooni.

INVESTEERIMINE VÕI SPEKULATSIOON

Keda peame investori all silmas? Kogu raamatus kasutame mõistet „investor“ mõiste „spekulant“ vastandtähenduses. Juba 1934. aastal püüdsime oma õpikus „Väärtpaberianalüüs“¹ nende kahe vahelist erinevust täpselt sõnastada nii: „Investeerimistegevus on selline, mis põhjalikule analüüsile tuginedes tootab algsumma säilimist ja küllaldast tootlust. Tegevus, mis neile kriteeriumidele ei vasta, on spekulatiivne.“

Kuigi oleme 38 aasta jooksul järjekindlalt sellest definitsioonist kinni hoidnud, tuleb ära märkida radikaalsed muutused, mis sel perioodil on toimunud mõiste „investor“ kasutamises. Pärast suurt turulangust 1929.–1932. aastal pidas üldsus *kõiki* lihtaktsiaid loomuldasa spekulatiivseks. (Üks autoriteet väitis kindlalt, et investeringuks saabki osta vaid võlakirju.²) Nõnda pidime kaitsma oma definitsiooni süüdistuste eest, et see annab investeerimise mõistele liiga laia tähenduse.

Nüüd on meie mure hoopis vastupidine. Peame manitsema lugejaid hoiduma tavapärasest keelepruugist, mis tähistab mõistega „investor“ kõiki ja igaüht, kes aktsiaturul tehinguid teeb. Viimases väljaandes tsiteerisime juhtiva finantsajalehe esikülje pealkirja juunist 1962:

PESSIMISTLIKUD VÄIKEINVESTORID
MÜÜVAD VÄIKESEID KOGUSEID LÜHIKESEKS.

1970. aasta oktoobris kritiseeris sama ajalehe juhtkiri „hooletuid investoreid“, nagu neid nimetati, kes sedakorda tormasid hulgaliselt ostupoolele.

Need tsitaadid näitavad ilmekalt, milline segadus on palju aastaid sõnade „investeering“ ja „spekulatsioon“ kasutamisel valitsenud. Mõelge eespool pakutud „investeeringu“ definitsioonile ja võrrelge seda kogenematu tavakodaniku väikese hulga aktsiate müügiga, kui tal pole isegi müüdavaid aktsiaid olemas, küll aga on paljuski emotsionaalne veendumus, et saab need palju odavama hinnaga tagasi osta. (Siinkohal on paslik märkida, et kui 1962. aasta artikkel ilmus, oli turg juba läbi teinud ulatusliku languse ning valmistus veel suuremaks tõusuks. Enam halvemat aega lühikeseks müümiseks polnud võimalik leida.) Üldisemas mõttes võiks hiljem kasutatud fraasi „hooletud investorid“ vaadelda kui naljakat vastandmõistete ühendamist – umbes nagu „laristavad ihnuskoid“ –, ainult et praegusel juhul ei püütud vale keelekasutusega olla teravmeelne.

Ajaleht kasutas sõna „investor“ neil juhtudel sellepärast, et Wall Streeti lihtkeeles on investor saanud igauhest, kes väärtpabereid ostab või müüb – ükskõik milliseid väärtpabereid, millise eesmärgi ja hinnaga, oma raha eest või võimendusega. Võrrelge seda nüüd avalikkuse hoiakuga aktsiate suhtes 1948. aastal, kui üle 90% küsitletutest väljendas vastumeelsust lihtaktsiate ostmisele.³ Ligi pool andis põhjuseks „ebaturvalisus, hasartmäng“ ja pool, et „pole valdkonnaga kursis“. On tõepoolest paradoksaalne (kuigi mitte üllatav), et mis tahes aktsiaoste loeti laialdaselt ülispekulatiivseks või riskantseks ajal, mil aktsiad kauplesid kõige atraktiivsemate hindadega ning olid peatselt alustamas ajaloo suurimat tõusu. Ja vastupidi – asjaolu, et aktsiad olid kerkinud *mineviku kogemusest* lähtudes vaieldamatult ohtliku tasemeni, muutis need hiljem „investeeringuks“ ja kogu aktsiaid ostva kodanikkonna „investoriteks“.

Investeeringu ja spekulatsiooni eristamine lihtaktsiates on alati olnud kasulik ja selle erinevuse kadumise üle on põhjust muret tunda. Oleme sageli tõdenud, et Wall Streetil kui institutsioonil oleks tungival soovitatav hakata uuesti vahet tegema ning kõigis oma suhetes avalikkusega seda ka rõhutama. Vastasel korral võidakse aktsiabörse ühel päeval süüdistada suurtes spekulatiivsetes

* Uuringu, mida Graham tsiteerib, viis föderaalreservi tellimusel läbi Michigani ülikool ning selle tulemused avaldati Federal Reserve Bulletinis juulis 1948. Inimestelt küsiti: „Oletame, et inimene ei taha raha kulutada. Ta võib panna selle panka või võlakirjadesse või selle investeerida. Mis oleks teie arvates kõige targem tegu rahaga tänapäeval – panna panka, osta selle eest riigivõlakirju, investeerida see kinnisvarasse või osta selle eest lihtaktsiaid?“ Ainult 4% inimestest leidsid, et lihtaktsiad annaksid „rahuldavat“ tootlust; 26% pidas seda „ebaturvaliseks“ või „hasartmänguks“. Aastast 1949 kuni 1958. aasta lõpuni tõi aktsiabörs ajaloo ühe kõrgeima kümneaastase tootluse, keskmiselt 18,7% aastas. Toonase föderaalreservi uuringu huvitava heiaastusena tõdeti BusinessWeeki lugejaküsitluses 2002. aasta lõpus, et ainult 24% investoritest on valmis oma investeerimisfondidesse või aktsiaportfelli investeeringuid lisama, kuigi vaid kolm aastat varem oli vastav näitaja olnud 47%.

kahjumites, mille eest polnud kahjukannatajaid korralikult hoiatud. Taas on paradoksaalne, et mõne maaklerfirma hiljutine piinlik rahaline seis paistab olevat tingitud spekulatiivsete aktsiate kaasamisest omaenda kapitalifondi. Usume, et raamatu lugeja saab piisavalt selge ettekujutuse aktsiatehingutega kaasnevatest riskidest – mis ei seisa kunagi pakutavatest kasumiväljavaadetest lahus, nii et investor peab oma kalkulatsioonides mõlemaga arvestama.

Eespool öeldu näitab, et sellist asja nagu puhtatõuline investeerimisstrateegia, mis hõlmaks vaid indeksites esindatud lihtaktsiaid, pole võib-olla enam olemas – selles mõttes, et alati võib oodata ostukohta niisuguse hinnaga, millega ei kaasneks mingit rahutuks tegevult suurt turu- või koteeringuriski. Enamasti peab investor tunnistama oma aktsiaportfellis *spekulatiivse faktori* olemasolu. Tema ülesanne on hoida seda komponenti minimaalsetes piirides ning olla rahaliselt ja psühholoogiliselt valmis negatiivseteks tulemusteks, mis võivad olla lühi- või pikaajalised.

Kaks lõiku tuleks lisada aktsiatega spekulatsiooniga kui niisuguse kohta, eristades seda enamikus esinduslikes aktsiaportfellides praegusel ajal leiduvast spekulatiivsest komponendist. Puhas spekulatsioon pole ebaseaduslik, ebamoraalne ega (enamiku inimeste jaoks) kukrut nuumav. Veelgi enam – spekulatsioon on teataval määral vajalik ja mõödapääsmatu, sest enamiku aktsiatehingute puhul on märkimisväärsed võimalused teenida nii kasumit kui ka kahjumit ning sellest johtuva riski peab keegi enda peale võtma.* On olemas arukas spekulatsioon, nii nagu on olemas arukas investeerimine. Spekulatsioon võib aga paljudel juhtudel olla ka arutu. Põhijuhud on sellised: (1) spekulatsioonitakse, pidades ise seda investeerimiseks; (2) spekulatsioonitakse tõsiselt, mitte hobi korras, omamata selle jaoks õigeid teadmisi ja oskusi; (3) riskitakse spekulatsioonides summadega, mille kaotamist ei saa inimene endale lubada.

Meie konservatiivse vaate kohaselt peab iga võimendusega tegutsev mitte-professionaal** tunnistama, et ta spekulatsiooniga on fakt, ning maakleri kohus on teda vastavalt teavitada. Igaüks, kes ostab nii-öelda „kuuma“ aktsia või

* Spekulatsioon on kasulik kahel tasandil: esiteks ei suudaks ilma spekulatsioonita uued, end tõestamata ettevõtted (nagu Amazon.com või varasemal ajal Edison Electric Light Co) eales koguda laienemiseks vajalikku kapitali. Peibutav ja riskantne väljavaade ülikasumit teenida õlitab innovatsiooni masinavärki. Teiseks liigub risk iga aktsiaostu või -müügiga käest kätte (kuid ei kao kunagi). Ostja võtab enda kanda esmase riski, et see aktsia võib langeda. Samal ajal jääb müüjale alles kaudne risk – et aktsia, mille ta just maha müüs, liigub üles!

** Võimendusega (*on margin*) saab osta aktsiaid maaklerfirmalt laenatud raha eest. Investeerides laenatud rahaga, teenite rohkem, kui aktsiad liiguvad üles – aga võite ka pankrotti minna, kui aktsiad langevad. Laenu lisatagatis on teie kontol olevate investeeringute väärtus – seega peate raha juurde panema, kui nende väärtus kukub laenusummast madalamale. Vt rohkem teavet võimendusega aktsiatehingute kohta www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm ja www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.

teeb mis tahes sarnase ostu, kas spekulatsioon või mängib hasartmängu. Spekulatsioon on alati põnev ja võib pakkuda palju lõbu, kui olete kasumis. Kui soovite oma õnne selles vallas proovile panna, eraldage osa oma kapitalist – mida väiksem, seda parem – selleks otstarbeks omaette fondi. Ärge kunagi lisage raha sellele kontole pelgalt põhjusel, et turg on tõusnud ja kasumid jooksevad sisse. (See on õige aeg, et kaaluda raha *väljavõtmist* spekulatiivsest fondist.) Ärge kunagi toimetage oma spekulatiivset ja investeerimistegevust läbisegi ühel ja samal kontol ning ärge neid mingil juhul ka oma mõtlemises segamini ajage.

MILLISEID TULEMUSI VÕIB OODATA ALALHOIDLIK INVESTOR?

Oleme juba määratlenud alalhoidlikuna sellise investori, keda huvitab eeskätt turvatunne ja kes ei soovi investeerimistegevusest endale liiga palju tüli. Millist kurssi peaks ta üldiselt hoidma ja millist tootlust „keskmises normaalolukorras“ eeldama – kui selline olukord üldse eksisteerib? Nendele küsimustele vastamiseks peame esmalt meelde tuletama, mida kirjutasime sama teema kohta seitse aastat tagasi, seejärel mõtlema, millised tähelepanuväärsed muutused on investori oodatavat tootlust mõjutavates tegurites vahepeal aset leidnud ning lõpuks kaaluma, mida tuleks teha ja mida oodata praegustes (1972. aasta alguse) oludes.

1. MIDA ÜTLESIME KUUS AASTAT TAGASI?

Soovitasime investoril jagada oma portfell kõrge reitinguga võlakirjade ja juhtivate lihtaktsiate vahel, et võlakirjade osakaal poleks kunagi väiksem kui 25% ega suurem kui 75% ning aktsiate osakaal pöördvõrdeliselt samamoodi, kusjuures lihtsaim valik oleks paigutada kummassegi 50 : 50 ja taastada see tasakaal, kui turu areng on seda kõigutanud näiteks 5% võrra. Alternatiiv oleks vähendada aktsiate osakaal 25 protsendile, „kui investor tunneb, et turg on ohtlikult kõrgel“, ja vastupidi, suurendada aktsiate osakaalu maksimaalsele 75 protsendile, „kui ta tunneb, et hinnalangus on muutnud aktsiad järjest atraktiivsemaks“.

1965. aastal võis investor teenida umbes 4,5% maksustatavate kvaliteetvõlakirjadega ja umbes 3,25% maksuvabade võlakirjadega. Juhtivate aktsiate dividenditootlus (kui DJIA oli 892) oli ainult ligikaudu 3,2%. See tõi ka palju muudki ärgitas valvsusele. Toona andsime mõista, et „turu normaalsel tasemel“ peaks investor teenima aktsiaostudelt esmast dividenditootlust vahemikus 3,5

kuni 4,5 protsenti, millele tuleks lisada kvaliteetaktiiside portfelli baasväärtuse (ja „normaalse turuhinna“) järjepidev kasv ligikaudu samas suurusjärgus, mis teeks kogutootluseks dividendidelt ja hinnatõusult umbes 7,5% aastas. Portfelli jagamine pooleks võlakirjade ja aktiiside vahel annaks tootluseks umbes 6% enne tulumaksu. Lisasime, et aktiisikomponent peaks hõlmama ka parajal määral kaitset suurest inflatsioonist tingitud ostujõu nõrgenemise vastu.

Tuleb märkida, et ülaltoodud arvutus näitas aktiisiturumärksa väiksemat kasvuootust kui tegelik kasv ajavahemikul 1949–1964. Selle ajaga tõusid börsil noteeritud aktiisid tervikuna keskmiselt tublisti üle 10% aastas ning valitses üldine seisukoht, et samavõrd rahuldavaid tulemusi on põhjust oodata ka tulevikus. Vähesed olid tõsimeeli valmis arvestama võimalusega, et kõrge minevikutootlus tähendab liiga kalleid aktiisihindu ning „suurepäraseid tulemused 1949. aastast alates ei viita tulevikus mitte väga headele, vaid hoopis *halbadele* tulemustele“.⁴

2. MIS JUHTUS 1964. AASTAST ALATES?

1964. aastaga võrreldes on tähtis muutus olnud võlakirjaintresside tõus rekordkõrgele, kuigi turg on 1970. aasta põhjadega võrreldes märkimisväärselt taastunud. Ettevõtete kvaliteetvõlakirjade oodatav tootlus on nüüd umbes 7,5% ja enamgi, võrreldes 1964. aasta 4,5 protsendiga. 1969.–1970. aasta turulanguse ajal edenes samas jõudsalt ka DJIA tüüpi aktiiside dividenditootlus, aga praegu neid ridu kirjutades (kui Dow on 900 punktil) jääb see ikkagi alla 3,5 protsendi ning 1964. aastal lõpus oli see 3,2 protsenti. Jooksvate intressimäärade muutumine tõi sel ajavahemikul kaasa kõige rohkem umbes 38-protsendise languse keskmise pikkusega (näiteks 20 aastat) võlakirjade turuhinnas.

Nende arengute puhul on üks paradoksaalne aspekt. 1964. aastal käsitlesime sügavuti võimalust, et aktiisihinnad võivad olla liiga kõrged ja sattuda lõpuks tugevasse langusesse. Me ei vaadelnud aga üksipulgi võimalust, et sama võiks juhtuda ka kvaliteetvõlakirjade hindadega. (Ega viidanud sellele võimalusele meie teada ka keegi muu.) Me hoiatasime küll, et pikaajalise võlakirja hind võib intressimäärade muutudes märkimisväärselt kõikuda. Vahepeal toimunud arengute valguses leiame siiski, et seda hoiatust – koos asjakohaste näidetega – ei rõhutatud piisavalt. Sest on tõsiasi, et kui investoril olnuks teatav summa DJIA 1964. aasta sulgemistasemel 874, siis oleks ta sellega 1971. aasta lõpus väikeses kasumis ning isegi madalaimas punktis (631) 1970. aastal poleks tema kahjum paberil olnud nii suur kui pikaajaliste kvaliteetvõlakirjadega. Teisalt, kui ta oleks piirdunud võlakirjainvesteeringute tegemisega USA riigivõlakirjade, ettevõtete lühiajaliste võlakirjade või hoistega, poleks tema