NEW YORK TIMES
ÇOKSATANI

"BUFFET'IN YATIRIM STRATEJİSİNİN YENİ EKONOMİYE UYGULANMASINA İLİŞKİN KAPSAMLI BİR KAYNAK."
–FORTUNE



3. BASKI

WARREN BUFFETT TARZI

ROBERT G. HAGSTROM

HOWARD MARKS, BILL MILLER VE PETER LYNCH'IN ÖNSÖZLERİYLE
KENNETH L. FISHER'IN SUNUŞUYLA

YATIRIM KLASİKLERİ

NOVA KİTAP

Robert Hagstrom, *New York Times* çoksatanı ve genel okura hitap eden en tanınmış yatırım kitabı *Warren Buffett Tarzı* da dahil olmak üzere dokuz yatırım kitabının yazarıdır ve otuz yılı aşkın yatırım tecrübesine sahip yetkili bir finansal analisttir. Yedi milyar doların üzerinde varlığı yönettiği Legg Mason Sermaye Yönetimi firmasında büyüme sermayesi stratejisinin portföy yöneticiliğini yaptıktan sonra Legg Mason Yatırım Danışmanlığı'nda baş yatırım stratejisti olarak çalıştı. 2014 yılında EqultyCompass'a kıdemli portföy yöneticisi olarak katıldı ve aynı yıl Global Liderler Portföyü'nü başlattı. Hagstrom, 2007'de Morningstar'ın Yılın Hisse Senedi Yöneticisi "Mansiyon Ödülü"nü aldı. Robert, lisans ve yüksek lisans öğrenimini Villanova Üniversitesi'nde tamamladı ve halen Pennsylvania eyaletinin Villanova şehrinde ailesiyle birlikte yaşıyor.

Warren Buffett Tarzı
Robert G. Hagstrom

Orijinal Adı: *The Warren Buffett Way*

Nova Kitap - 9
Yatırım Klasikleri - 1

Yayın Yönetmeni: *Tuğçe Nida Gökırmak*
Dizi Editörü: *Tuğçe Nida Gökırmak*
Düzelti: *Merve Akıncı Almaz*
Kapak Uygulama: *Hamdi Akçay*
Kapak Tasarım: *Paul McCarthy*
Kapak Görseli: *Bloomberg via Getty Images*
Sayfa Düzeni ve Baskıya Hazırlık: *Mehmet Büyükturna*
3. Baskı, Ekim 2022, İstanbul

ISBN: 978-605-74540-7-2
Sertifika No: 63989

Türkçe çeviri © Uğur Gülsün, 2021
© Robert G. Hagstrom, 2014
© Nova Kitap, 2021

Bu eserin tüm hakları John Wiley & Sons, Inc. aracılığıyla satın alınmıştır.
Yayıncının yazılı izni olmaksızın alıntı yapılamaz.

Nova Kitap™ İthaki Yayıncılık Basın Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin tescilli markasıdır.
Caferağa Mah. Neşe Sok. 1907 Apt. No: 31 Moda, Kadıköy-İstanbul
Tel: (0216) 348 36 97 Faks: (0216) 449 98 34

Kapak, İç Baskı: Deniz Ofset Matbaacılık
Maltepe Mah. Hastane Yolu Sok. No: 1/6 Zeytinburnu-İstanbul
Tel: (0212) 613 30 06 denizmatbaamucellit@gmail.com
Sertifika No: 48625

Robert G. Hagstrom

Warren Buffett Tarzı

Çeviren
Uğur Gülsün

YATIRIM KLASİKLERİ

NOVA KİTAP

İÇİNDEKİLER

Önsöz: Sıradışı ***Howard Marks*** 9
İkinci Edisyona Önsöz ***Bill Miller*** 21
Birinci Edisyona Önsöz ***Peter S. Lynch*** 25
Sunuş 33
Giriş 41

1. Bölüm **Beş Sigma Olayı 49**
Şahsi Geçmişi ve İlk Yatırımları 52
Buffett Ortaklığı 60
Berkshire Hathaway 64
Sigorta Operasyonları 66
Buffett ve Şirketi 68
Beş Sigma Olayı 70

2. Bölüm **Warren Buffett'ın Eğitimi 73**
Benjamin Graham 74
Philip Fisher 84
Charlie Munger 90
Entelektüel Etkilerin Harmanı 94

3. Bölüm **Bir İşletmeyi Satın Almak 101**
İş Doktrinleri 102
Yönetim Doktrinleri 107
Finansal Doktrinler 117
Piyasa Doktrinleri 124
Uzun Vadeli Hisse Senedi Fiyatının Anatomisi 130

4. Bölüm **Hisse Senedi Alımları 133**
The Washington Post Company 134
GEICO Corporation 145
Capital Cities/ABC 157

The Coca-Cola Company 168
General Dynamics 180
Wells Fargo & Company 185
American Express Company 191
International Business Machines 196
H. J. Heinz Company 204
Hepsinde Ortak Olan 210

5. Bölüm **Portföy yönetimi 211**
Odaklı Yatırımın Matematiği 218
Graham ve Dodd Diyarının Odaklı Yatırımcıları 232

6. Bölüm **Yatırım Psikolojisi 259**
Psikoloji ve İktisadın Kesişimi 260
Davranışsal Finans 263
Ve Diğer Tarafta: Warren Buffett 277
Psikoloji Neden Önemlidir? 284

7. Bölüm **Sabrın Değeri 287**
Uzun Vadeye Dair 288
Rasyonellik: Kritik Fark 292
Yavaş Düşünme 293
Sistem 1 ve Sistem 2 295
Zihinsel Donanım Eksikliği 298
Zaman ve Sabır 299

8. Bölüm **Dünyanın En Büyük Yatırımcısı 301**
Rakamların Ötesinde Buffett 305
Buffett Avantajı 307
Buffett Gibi Düşünmeyi Öğrenmek 314
Kendi Yolunuzu Bulmak 323

Ek 327
Kaynakça 349
Teşekkür 361
Dizin 365

Önsöz

Howard Marks

Warren Buffett'ın sıradışı yatırım başarısının sırrı nedir? Bana en çok sorulan sorulardan biri budur. Bu önsözde de bu sorunun cevabını bulmaya çalışacağım.

1960'ların sonlarında Chicago Üniversitesi'nde MBA yaparken, birkaç yıldır büyük ölçüde orada geliştirilen yeni bir finans teorisinin etkisinde kalmıştım. "Chicago Okulu" düşüncesinin en önemli bileşenlerinden biri Etkin Piyasalar Hipotezi'ydi. Bu hipoteze göre milyonlarca zeki, mantıklı, objektif ve bilgili yatırımcının birleşik çabaları, bilginin piyasa fiyatlarına ânında yansımasına neden olur; öyle ki yatırımlar ne daha fazla ne de az, tam riske göre ayarlanmış adil bir getiri sağlar. Fiyatlar hiçbir zaman büyük avantaj sağlayacak kadar düşük veya yüksek değildir ve bu nedenle hiçbir yatırımcı sürekli yüksek avantaj sağlayacak fırsatlar bulamaz. İşte Chicago Okulu'nun o meşhur sözü bu hipotezden çıkar: "Piyasayı yenemezsiniz."

Bu sloganın entelektüel temeli, Etkin Piyasalar Hipotezidir ve olanca çabalarına rağmen çoğu yatırımcının piyasayı yenemediğini gösteren birçok ampirik veri vardır. Birçokla-

rının piyasada yüksek kazanç sağlayamamasının altında yatan neden de budur.

Tabii bu, hiçbir yatırımcının piyasayı yenemediği anlamına gelmiyor. Nasıl ki bazıları kaybediyorsa bazıları da nadiren de olsa kazanmayı başarır çünkü piyasanın etkinliği, bireysel yatırımcıların getirilerinin, piyasanın getirisinden sapmasını olanaksız kılacak kadar güçlü değildir. Buradaki iddia kimsenin bunu Etkin Piyasalar Hipotezi'ni çürütecek derecede yeterli ve tutarlı yapamayacağıdır. Çoğu süreçte olduğu gibi burada da aykırı değerler* vardır ancak bunların elde ettiği yüksek getiriler rastlantısallığa dayalı ve dolayısıyla geçicidir. Ben yetişme çağımdayken, "Daktiloların olduğu bir odaya yeterince şempanze koyarsanız eninde sonunda içlerinden biri İncil'i yazar," diye bir söz vardı. Yani, rasgeleliğin olduğu bir ortamda hemen her şeyin olması nadiren de olsa mümkündür. Ancak annemin dediği gibi, "Kuralı kanıtlayan, istisnadır." Genel bir kural yüzde yüz doğru olmayabilir ancak istisnaların çok nadir olduğu gerçeği, kuralın temelde gerçek olduğunu kanıtlar. Her gün, amatör ve profesyonel milyonlarca yatırımcı, piyasayı yenemeyeceğinizi kanıtlıyor.

Ama bir de Warren Buffett var.

Warren, Ben Graham, Peter Lynch, Stan Druckenmiller, George Soros ve Julian Robertson dahil olmak üzere kimi efsanevi yatırımcıların performansları Chicago Okulu'na meydan okuyor. Bu kişiler yeterince büyük bir marjla, yeterince uzun bir süre boyunca, yeterince büyük miktarlarda parayla, piyasa etkinliğinin savunucularını tezlerinden şüpheye düşürecek kadar yüksek performans gösterdiler. Gösterdikleri başarı, sıradışı yatırımcıların piyasayı şansla değil beceriyle yenebileceğini gösteriyor.

Özellikle Warren'ın durumunda kanıtlara karşı çıkmak oldukça zor. Ofis duvarındaki bir nota göre, 1956'da Buffett

* Outliers: Aykırı değerler – Genel şablonun dışında ya da değerlerden daha yüksek ya da düşük veriler. *-en*

Ortaklığı'nı 105 bin dolar ile kurmuş. O günden bugüne çektiği sermaye ve elde ettiği kazançlar ile Berkshire Hathaway bugün 143 milyar dolarlık yatırıma ve 202 milyar dolarlık net değere sahip. Yıllarca endeksleri kırdı geçirdi. Ve bu süreçte Amerika'nın en zengin ikinci adamı oldu. Bu büyük başarı, Forbes'un listelerinde yer alan pek çoklarınınki gibi dededen kalma gayrimenkullere veya benzersiz bir teknolojik buluşa değil, herkese açık olan yatırım piyasalarında gösterilen üstün beceri ve sıkı çalışmaya dayanıyor.

Warren Buffett'ın bu müstesna başarısının anahtarı nedir? Bence bunları şöyle sıralamak mümkündür:

- **Buffett, süper zeki bir insandır.** Warren'a atfedilen *nüktelerden* biri şöyledir: "IQ'nuz 160 ise 30'unu satın. O kısmına ihtiyacınız yok." Malcolm Gladwell'in *Outliers (Çizginin Dışındakiler)* kitabında işaret ettiği gibi, büyük başarılara ulaşmak için dâhi olmak gerekmez; yeterince zeki olmak kâfidir. Bunun ötesinde, aşırı zekâ, şansınızı mutlaka artırmaz. Aksine, gerçek dünyada bildiği yoldan çıkamayacak ve başarıya (ve mutluluğa) giden yolu bulamayacak birçok zeki insan vardır. Yüksek bir IQ, mükemmel bir yatırımcı olmak için yeterli değildir; eğer öyle olsaydı üniversite profesörleri muhtemelen Amerika'nın en zengin insanları olurdu. İş odaklı, "kavrayışlı" olmanın yanı sıra "pratik zekâya sahip" olmak da gerekir.

  Warren'ın IQ'sunun 130'un çok üzerinde olduğuna ve o "gerekmeyen" ekstra zekâyı elden çıkarmak için pek bir çaba sarf etmediğine dair gizli şüpheler taşıyorum... Sorunların özüne inme, sağlam temellere dayanan kararlara varma ve işler başlangıçta aleyhine gelişse bile bu kararları sürdürme yeteneği, bugünkü başarı ve konumunun kilit unsurlarıdır. Kısacası, Warren son derece analitiktir.

Ayrıca inanılmaz seridir. Bir sonuca varmak için haftalar, aylar harcamaz. Aynı zamanda rakamlar üzerinde çalışıp duran bir analist kadrosuna da ihtiyaç duymaz. Tüm verileri bilme ve değerlendirme ihtiyacı da hissetmez: Sadece önemli olanlara bakar. Ve verilere baktığı zaman hangilerinin önemli olduğunu çok iyi anlar.

- **Davranışlarına yön veren kapsayıcı bir felsefesi vardır.** Birçok yatırımcı, her şeye hâkim olacak kadar akıllı olduklarını düşünür veya en azından bu şekilde hareket eder. Dahası, dünyanın sürekli değiştiğine; eklektik olmanız, uyum sağlamak için yaklaşımınızı sıkça değiştirmeniz ve son gelişmelere ayak uydurmak için koşturmanız gerektiğine inanırlar. Bu yaklaşımdaki sorun şudur ki hiç kimse gerçekten her şeyi bilemez, sürekli yeni numaralar geliştirip öğrenmek zordur ve bu zihniyet, özel uzmanlığın ve pratik yaklaşımların da gelişmesini engeller.

  Oysa Warren neyi bilmediğini bilir, bildiğini yapar ve gerisini başkalarına bırakır. Mark Twain'in dediği gibi, "Başınızı belaya sokan, bilmediğiniz şeyler değildir. Bildiğinizden emin olduğunuz, doğru olmayan şeylerdir." Warren sadece anladığı ve kendini rahat hissettiği sektörlere yatırım yapar. Oldukça sıradan alanlara eğilir ve örneğin yüksek teknoloji şirketlerinden kaçınır. Felsefesi ve kavrayışı dışında kalan alanlarla ilgilenmez. Daha da önemlisi, ilgilenmediği alanlarda başkalarının para kazanmasına ve onlar kazanırken de seyirci kalmaya tahammül edebilir. (Çoğu insan bunu yapamaz.)
- **Zihinsel olarak esnektir.** Her zaman size yol gösteren bir felsefenizin olması, değişmemeniz gerektiği anlamına gelmez. Önemli ölçüde değişen koşullara uyum

sağlamak istenebilir. Hatta daha iyi bir felsefe bulmak da mümkündür. Asıl mesele ne zaman değişeceğini ve ne zaman sağlam duracağını bilmektir.

Warren kariyerinin başlarında büyük ustası Ben Graham'ın yaklaşımını benimsiyordu. "Derin hisse" denilen bu yaklaşım, özellikle gerçek değerlerinden daha düşük fiyatlara satılan kelepir hisseleri satın almak üzerine kuruluydu. Bu, bazılarınca "izmarit toplamak" diye alay konusu da ediliyordu. Ancak bir süre sonra ortağı Charlie Munger'ın da etkisiyle, koruyucu "hendekleri" olan, sıradışı insanlar tarafından yönetilen, fiyat belirleme gücüne sahip, yüksek kaliteli ve ucuz olmasa da makul fiyatlı şirketlere eğildi.

Warren'ın sermaye yoğun şirketlerden kaçınma politikası, uzun zamandır yaklaşımının bir parçasıydı ancak Burlington Northern Santa Fe demiryolunu satın alarak ve 2008 finansal çöküşünün yol açtığı ekonomik duyarlılığı artan demiryolu taşımacılığının da etkisiyle avantaja çevirerek bu önyargısının etkisinden kurtulmayı başardı.

Felsefe insana rehber olmalı ama onu katılaştırmamalıdır. Bu –yatırım konusundaki diğer birçok şeyde olduğu gibi– dengelenmesi zor bir ikilemdir. Warren ne zorluklardan kaçınır ne her yeniliğe ve değişime hevesle atlar ne de düşüncelerinin üzerine beton döker.

- **Duygusal değildir.** Yatırım başarısının önündeki engellerin çoğu duygularla ilgilidir. Etkin Piyasalar Hipotezi'nin başarısızlığının ana nedeni, yatırımcıların olaylara nadiren objektif bakabilmesidir. Fiyatlar yükseldiğinde çoğu hırslı, kendinden emin ve coşkulu davranarak, kazancın verdiği sevinçle, kârı almak yerine daha fazla satın alma yoluna giderler. Fiyatlar düştüğünde bunalır ve korkuya kapılırlar; bu da var-

lıkları ucuz fiyatlarla satmalarına, satın almaktan da kaçınmalarına neden olur. Ve belki de en kötüsü, kendi eylemlerini başkalarının eylemlerine göre yargılar, onların başarılarına karşı sırf başkaları risk alıyor diye kıskançlıkla ilave riskler alırlar. İnsanların, hakkında hiçbir şey bilmedikleri yatırımlarda bile kalabalığı takip etmeleri için kıskançlık yeterli bir duygudur.

Görünüşe göre Warren'ın bu duygusal etkilere karşı tam bağışıklığı vardır. İşler iyi gittiğinde coşmadığı gibi kötü gittiğinde de çökmez ve ona göre başarı, kitlelerin ya da medyanın değil, kendisinin tanımladığı şekildedir. Başkalarının onu isabetli bulmasını ya da yatırım kararlarının onu hemen haklı çıkarmasını umursamaz. (Daha sonra teknoloji balonu olduğu ortaya çıkan hisselere yatırım yapmadığı için 2000 yılının başlarında hakkında "artık devri geçti" eleştirileri yapılmış ama o duruşunu değiştirmemişti.) Sadece kendisinin (ve Charlie Munger'ın) ne düşündüğünü umursar... bir de hissedarlarının para kazanmasını.

- **Aykırı ve yenilikçidir.** Sıradan yatırımcılar duygusal hatalara elverişli bir durum olmasına rağmen sürüyü takip etmeyi yeğlerken, iyi yatırımcılar kilit anlarda sürüden uzaklaşarak aykırı davranırlar. Ancak sadece başkalarının yaptığının tersini yapmak yeterli değildir. Onların ne yaptıklarını, neden yanlış yaptıklarını, bunun yerine ne yapılması gerektiğini anlamanız; akıntıya kürek çekme cesaretine sahip olmanız (yani Yale'den David Swensen'ın "rahatsızlık verici derecede kendine özgülük" dediği şeyi benimsemeniz ve sürdürmeniz) ve gemi yön değiştirip de haklı olduğunuz ortaya çıkıncaya kadar son derece yanlış görünmeye razı olmanız gerekir. Bu son öğe sonsuza kadar sürecekmiş gibi de gelebilir; eskilerin dediği gibi, "Zama-

nının çok ilerisinde olmakla yanlış olanın farkı ayırt edilemez." Bütün bunları aynı anda yapmanın kolay olmadığı açıktır.

Warren'ın ise böyle aykırı davranışlar gösterme konusunda açık bir yeteneği vardır. Aslında bundan zevk alır. Bir keresinde bana, yüksek getirili gördüğü tahvillere, piyasanın bazen çiçek bazen yabani ot muamelesi yaptığını yazmıştı. "Yabani ot muamelesi yapmaları daha çok hoşuma gidiyor," demişti. Aykırı kişiler, rağbet görmeyen şeyleri almayı tercih ederler. Warren ise bunu herkesten iyi yapar.

- **Konjonktüre karşıdır.** Yatırım, gelecekle uğraşmak demektir ve buna rağmen iyi yatırımcıların çoğu, ekonomik gelişmeler, faiz oranları ve piyasa dalgalanmaları açısından makro geleceğin ne getireceğini tahmin edemeyeceklerini kabul ederler. Eğer çoğu insanın bel bağladığı bir şeyde başarılı olamıyorsak ne yapabiliriz? Bence konjonktüre aykırı davranmanın büyük kazanımları vardır.

  Ekonomi iyiye giderken, şirketler kazançlarını artırırken, varlık fiyatları yükselirken ve risk almak ödüllendirilirken yatırım yapmak duygusal açıdan kolaydır. Ancak yatırımda üstün başarının anahtarı, değeri artan varlıkları satın almak değildir. Aksine en büyük kâra, ekonomi ve şirketler zarar gördüğünde yapılan alımlarla erişilir; böyle dönemlerde varlık fiyatları gerçek değerlerinin altına düşecektir. Ancak bunu yapmak da hiç kolay değildir.

  Warren yeterli iyimser havanın olmadığı dönemlerde piyasa döngüsünün en alt ürünlerine yatırım yapma yeteneğini –aslında tercihini– defalarca göstermiştir. 2008 mali krizinin ortasında Goldman Sachs ve General Electric'in % 10'luk imtiyazlı hisselerine yaptı-

ğı 5'er milyar dolarlık yatırımlar ve 2009'da ekonomik açıdan riskli Burlington Northern hisselerini 34 milyar dolara satın alması bunun örnekleridir. Geriye dönüp bakıldığında bu yatırımların isabetli olduğu ortadadır ancak finansal çöküş endişesi yaşanırken kaç kişi bu kadar cesur davranabilirdi?

- **Uzun vadeye odaklıdır ve dalgalanmaları umursamaz.** Kırk beş yılı aşkın iş yaşamım boyunca yatırımcıların zaman ufukları her geçen gün daha da kısaldı. Bu muhtemelen medyanın, yatırım tablolarına artan ilgisinin (1960'larda hiç yoktu), bunun yatırımcılara ve onların müşterilerine bulaşmasının ve serbest yatırım fonlarının yıllık teşvik ücretlerinin getirdiği yıllık kazançlara duyduğu iştahın bir sonucudur. Ancak diğer insanlar saçma önyargıların düşünce ve eylemlerini etkilemesine müsaade ederken, bundan kaçınarak kâr etmek mümkündür. Bu nedenle çoğu yatırımcının üç aylık ve yıllık tablolara aşırı ilgisi, daha uzun vadeli düşünenler için kâr fırsatları yaratır.

  Warren, "hisseleri sonsuza kadar elinde tutabileceğini" ve "yumuşak seyirle % 12 yerine dalgalı seyirle yılda % 15 kazanmayı yeğlediğini" söyler. Bu sayede portföyünü her yıl devretmek ve kısa vade oranlarında vergi ödemek yerine, uzun vadede büyük fikirlere sadakat göstererek kazançlarını artırır ve kârlarını vergilendirmeden biriktirir. Ayrıca dalgalanma dönemlerinde sarsılmaz; aksine, onlardan da yararlanır. Aslında likiditede ısrar etmek ve yatırımları elden çıkarmak yerine, Warren'ın eylemleri, asla elden çıkarmak istemeyeceği yatırımlar yapmaktan mutlu olduğunu açıkça ortaya koyar.
- **İnandığı fikirler için büyük oynamaktan korkmaz.** Sözde ihtiyatlı yatırım yönetiminde çeşitlendirme uzun zamandır önemli bir rol oynamıştır. Kısaca bu,

büyük bireysel kayıplar yaşama (ve çok değer kaybeden varlıklara çok yatırım yapmakla suçlanma) olasılığını azaltır. Ancak çeşitlendirme sayesinde yatırımda kaybetmenin yol açtığı zarar azalırken, değer kazanan varlıklardan elde edilecek potansiyel kazanç da azalır.

Warren pek çok şeyde olduğu gibi çeşitlendirme konusunda da farklı bir görüş sergiler: "Benimsediğimiz strateji, standart çeşitlendirme dogmasıyla hareket etmemizi engelliyor. Birçok uzman, stratejinin geleneksel yatırımcıların uyguladığından daha riskli uygulanması gerektiğini söyler. Portföy odaklama politikasının, bekleneceği üzere, hem yatırımcının bir işletme hakkında düşünme yoğunluğunu hem de onu satın almadan önce ekonomik özellikleriyle hissedeceği rahatlığın artması durumunda riski azaltabileceğine inanıyoruz."

Warren harika fikirlerin ancak nadir durumlarda ortaya çıktığını bilir, bu yüzden çıtayı yüksek tutar, yalnızca harika fikirlere yatırım yapar ve öyle bir fikir bulduğunda büyük oynar. Bu nedenle, inandığı şirketlere ve kişilere önemli ölçüde sadakat gösterir; bir şeyi sırf başkaları tuttuğu için elinde tutmaz, almadığında fazla değer kazanacağı korkusuyla da almaz. Olası hataların etkilerini dağıtmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirmez. Harika sonuçlar elde edecekseniz bütün bu özelliklerin önemi ortadadır. Ancak bu da onun gibileri portföy yönetiminde, kaide değil, istisna olmaktan kurtaramaz.

- **Pasif kalmayı tercih eder.** Birçok yatırımcı her zaman yapılacak harika şeyler varmış gibi davranır. Belki de her zaman mükemmel bir yatırım olanağı bulabilecek kadar akıllı oldukları izlenimini vermeleri gerektiğini

düşünüyorlardır. Oysa mükemmel yatırım olanakları nadiren gelir... ve bu da, doğaları gereği, onlarla her gün karşılaşmayacağınız anlamına gelir.

Warren ise uzun süre pasif kalmayı tercih eder ve doğru bir yatırıma rastlayıncaya kadar önüne gelen teklifi reddeder. İkna edici olmadıkları sürece yatırım yapma konusunda isteksiz oluşu, beyzbolun en büyük vuruculardan biri olan ve omzunda sopasıyla kale işaretinin başında durup mükemmel vuruş için bekleyen Ted Williams'ın tarzı ile benzerlik taşır. Sürekli iyi fırsatların çıktığını ve her an yatırım için eşit derecede iyi fırsatlar olduğunu kim iddia edebilir?

- **Son olarak, işini kaybetmekten endişelenmez.** Doğru olduğunu düşündüğü tüm eylemleri gerçekleştirebilen yatırımcı sayısı çok azdır. Birçoğu likit olmayan, tartışmalı veya gelecek vadetmeyen varlıkları satın almaya; "herkesin" daha da yükseleceğinden emin olduğu değerli varlıkları satmaya ve en çok güvendikleri birkaç varlıktan oluşan odaklanmış portföyler oluşturmaya yanaşmaz. Neden mi? Çünkü yanlış ata oynamanın sonuçlarından korkarlar.

  Parayı başkaları adına yöneten "simsarlar", cesur davranmanın onları işlerinden edeceğinden ya da müşteri kaybetmelerine neden olacağından endişe ederler. Bu nedenle, sadece temkinli ve tartışmasız kabul edilen eylemleri yaparlar. John Maynard Keynes'e, "Dünyevi bilgelik öğretisi; alışılmış yollarla gelen başarısızlığın, alışılmadık yolla gelen başarıdan daha itibarlı olduğudur," dedirten de bu eğilimdir. Ancak bu eğilim önemli bir açmazı da beraberinde getirir: Eğer başarısız olursa utanmanıza neden olacak kadar cesur bir pozisyon alamıyorsanız, iyi sonuç verirse gerçek bir fark yaratabilecek pozisyon da alamazsınız. Büyük

yatırımcılar, düşünsel kararlarını eylemle taçlandırır; kısacası, büyük olmaya cesaret ederler.

Elbette Warren'ın, işvereni tarafından işten çıkarılmaktan endişelenmesine gerek yoktur. Neredeyse hem konumu hem de serveti kalıcıdır. Piyasa çöküşleri sırasında tipik para yöneticilerinin başına geldiği gibi, varlıkları kelepir fiyatlarla satışa çıkararak sermayelerini çekebilecek hiçbir müşterisi yoktur. Bu basit gerçek, büyük yatırımcıların başarısında önemli bir rol oynar ve eminim Warren'ın işleri bu şekilde düzenlemesi, serbest yatırım fonu yapısından Berkshire Hathaway'in kurumsal formuna geçmesi tesadüf değildir. Başka türlüsünü de yapmazdı zaten.

Tabii ki, Warren Buffett, seçkin yatırımcıların diğer birçok özelliğini de taşır. Odaklı, disiplinli ve kendinden emindir. Çok çalışkandır. Son derece hesapçı ve mantıklıdır. Saygı duyduğu insanları hem okuyan hem de onlarla iletişim kuran açgözlü bir bilgi toplayıcısıdır. İşte bu noktada yaptığı yatırımlar şöhret ya da para kazanma değil, temsil ettikleri karmaşık entelektüel problemleri çözme amacına yöneliktir. Şöhret ve para bu çabaların yan ürünüdür ancak amacı değildir, bundan eminim.

Warren Buffett'ın son altmış yılda yaptığını teoride diğerleri de yapabilirdi. Yukarıda listelenen özellikler az bulunur ancak benzersiz değildir. Ama bütün bu özelliklerin gerektirdiği eylemleri kaç kişi gerçekleştirebilir? Sadece çok az insan bunların hepsini eyleme geçirebilir. İşte onun, Warren Buffett Tarzı ile bu kadar müstesna bir başarıya imza atmasını sağlayan şey, bütün bu özelliklerin yanı sıra, bir de özel insanları özel yapan o "ölçülemeyen şey"dir.

Howard Marks
Temmuz 2013

İkinci Edisyona Önsöz

Bill Miller

Robert Hagstrom, *Warren Buffett Tarzı*'nı 1994 yılında ilk yayımlandığında kitap hızla bir fenomen haline geldi. Bugüne kadar [2004] kitabın 1,2 milyondan fazla kopyası satıldı. Popülaritesi, yaptığı analizin doğruluğunun ve tavsiyelerinin değerinin bir kanıtıdır.

Konu Warren Buffett olunca, rakamların büyüklüğü karşısında şaşkına dönmemek olanaksızdır. Çoğu yatırımcı yüzler, belki de binler mertebesinde düşünürken Buffett milyonlar ve milyarların olduğu bir dünyada hareket ediyor. Ama bu bize öğretecek hiçbir şeyi olmadığı anlamına gelmez. Tam tersi... Ne yaptığına ve ne yapmakta olduğuna bakar ve altında yatan düşünceyi anlayabilirsek, kararlarımızı onunkine göre modelleyebiliriz.

Robert'ın kitabının katacağı değer işte budur. Yıllar boyunca Warren Buffett'ın eylemlerini, sözlerini ve kararlarını yakından inceledi ve ardından bunları genel başlıklar altında analiz etmeye koyuldu. Bu kitap için, bu genel başlıkları her koşulda ve tüm pazarlarda Buffett'ın yatırım felsefesine ayna tutan, her daim geçerli on iki doktrine ayırdı. Bu haliyle bu doktrinler her yatırımcıya rehberlik edebilirler.

Robert'ın çalışmasının kalıcı olmasını sağlayan net odak noktası, yatırım tekniklerinden söz etse de, temelde yatırım ilkelerini anlatmasıdır. Ve ilkeler değişmez. Warren'ın, alaycı gülümsemesiyle, "Bu nedenle onlara ilke diyorlar," dediğini duyar gibiyim.

Geçtiğimiz on yıl bize bu temel gerçeği en canlı biçimiyle gösterdi. Bu on yılda borsa eğilimleri birkaç kez değişti. Pek çok insanı zengin yapan bir uçan balonun ardından sert bir düşüş, uzun süren acı verici bir aşağı yönlü seyir ve 2003 baharında nihayet dibe vurduktan sonra tekrar yükselmeye başlayan bir piyasa görüldü.

Bu esnada Warren Buffett'ın yatırım yaklaşımı hiç değişmedi. Bu kitapta özetini bulacağınız aynı ilkeleri izlemeye devam etti:

- Hisse senedi satın almayı, tüm şirketin bir parçasını satın almak olarak düşünün.
- Konsantre ve düşük devir hızlı bir portföy oluşturun.
- Sadece anlayabildiğiniz ve analiz edebildiğiniz şeylere yatırım yapın.
- Satın alma fiyatı ile şirketin uzun vadeli değeri arasında bir güvenlik marjı arayın.

Berkshire Hathaway yatırımcıları, her zamanki gibi, bu istikrarlı yaklaşımın avantajlarından yararlanıyorlar. Berkshire Hathaway hisseleri, 2003 yılında toparlanmanın başlamasından bu yana hisse başına yaklaşık 20 bin dolar artarak, karşılaştırma döneminde genel piyasanın getirilerini çok geride bırakıp % 30'dan fazla değer kazandı.

Değer yatırımcıları için Benjamin Graham, Warren Buffett ve çağdaşları aracılığıyla Robert Hagstrom gibi yeni nesil uygulayıcılara uzanan bir düşünce zinciri var. Graham'ın en tanınmış öğrencisi Buffett, yatırımcılara sık sık Graham'ın

Akıllı Yatırımcı kitabını incelemelerini tavsiye eder. Ben de sık sık aynı tavsiyeyi yapıyorum. Ve Robert'ın çalışmalarının bu klasik kitapla bir kritik niteliği paylaştığına inanıyorum: Tavsiyeler sizi zengin etmeyebilir ancak fakir etme olasılıkları da çok düşüktür. Anlaşılır ve akıllıca uygulanırlarsa, burada sunulan teknikler ve ilkeler sizi daha iyi bir yatırımcı yapacaktır.

Bill Miller
Başkan ve Yatırım Direktörü, LMM, LLC
Ekim 2004

Birinci Edisyona Önsöz

Peter L. Lynch

dan az bir alana sığdırmıştı) ve on bir çalışanının hepsiyle tanıştırdı. Ofiste ne bir bilgisayar ne de hisse senedi kotasyon takip sistemi vardı.

Yaklaşık bir saat sonra gittiğimiz yerel restoranda önerisini dinledim ve otuz yıl sonra ilk defa içtiğim Cherry Coke eşliğinde müthiş bir biftek yedim. Çocukken yaptığımız işlerden, beyzboldan, briçten konuştuk ve birbirimize yatırımlarını yönettiğimiz şirketlerden hikâyeler anlattık. Warren, Berkshire'ın (şirketine asla Berkshire Hathaway demez) sahip olduğu tüm hisse senetleri ve operasyonlar hakkında konuştu ve sorularımı yanıtladı.

Warren Buffett nasıl tarihteki en iyi yatırımcı oldu? Bir birey, bir hissedar, bir yönetici ve tüm o şirketlerin sahibi olarak nasıl biri? Berkshire Hathaway Yıllık Raporunu özel kılan nedir, neden ona bu kadar çok çaba sarf ediyor ve ondan ne öğrenilebilir? Bu soruların cevaplarını bulabilmek için ona doğrudan sorular sordum, son beş yılın raporlarını ve başkan olarak hazırladığı ilk raporları (1971 ve 1972 yıllarına ait raporları yalnızca iki sayfadan ibaretti) tekrar okudum. Buna ek olarak, Warren Buffett ile son dört ila otuz yıl arasında çeşitli şekillerde ilişki kurmuş dokuz kişiyle de –Jack Byrne, Robert Denham, Don Keough, Carol Loomis, Tom Murphy, Charlie Munger, Carl Reichardt, Frank Rooney ve Seth Schofield– görüşmeler yaptım.

Warren'ın kişisel nitelikleri açısından aldığım yanıtlar oldukça tutarlıydı. Warren Buffett, her şeyden önce, hayatından çok memnun. Yaptığı her şeyi seviyor, insanlarla ilgileniyor ve bol miktarda yıllık ve üç aylık rapor ile çok sayıda gazete ve süreli yayın okuyor. Bir yatırımcı olarak disiplin, sabır, esneklik, cesaret, güven ve kararlılığa da sahip. Her zaman riskin olmadığı ya da en aza indirgendiği yatırımlar arıyor, ayrıca bir bahisçi olarak olasılık konusunda çok usta. Bu yeteneğin, basit matematik hesaplamalarına duyduğu doğal

aşkından, briç tutkusu ve aktif katılımından, sigorta ve reasürans alanında yüksek risk seviyelerini teminat altına alma ve kabul etme konusundaki uzun süreli deneyiminden geldiğine inanıyorum. Toplam kayıp olasılığının düşük ve artı getirilerin hatırı sayılır düzeyde olduğu durumlarda risk almayı seviyor. Başarısızlıkları ile hatalarını kabul ediyor ve bunlardan pişmanlık duymuyor. Kendisiyle dalga geçmekten hoşlanıyor ve arkadaşlarına iltifat ederken objektif davranıyor.

Warren Buffett iş yaşamında harika bir öğrenci ve harika bir dinleyici olduğu gibi, bir şirketin ana özelliklerini veya karmaşık bir konuyu yüksek hız ve doğrulukta analiz edebiliyor. İki dakika kadar kısa bir sürede bir şeye yatırım yapmama kararı alabildiği gibi, sadece birkaç günlük bir araştırmayla büyük alım yapma zamanı olduğuna karar verebiliyor. Yıllık bir raporda söylediği gibi, "Nuh gemisini inşa etmeye başladığında hemen yağmur yağmıyordu." Bu nedenle her şeye hazırlıklı bulunuyor.

Yönetici olarak, neredeyse hiçbir zaman bir birim yöneticisini veya şirketin genel müdürünü aramıyor ancak günün veya gecenin herhangi bir saatinde, bir şeyi bildirmek veya tavsiye istemek üzere onu aramalarına memnun oluyor. Bir hisse senedine yatırım yapmaktan veya bir operasyonun tamamını satın aldıktan sonra âdeta amigoya dönüşerek slogan atıyor, beyzbol benzetmesiyle, "Biz Berkshire'da usta vurucuların nasıl savunacaklarını söylemeyiz," diyor.

Warren Buffett'in öğrenme ve adapte olma arzusunun iki örneği, topluluk önünde konuşma ve bilgisayar kullanımıdır. 1950'lerde Warren, Dale Carnegie'nin bir kursuna "topluluk önünde konuşurken dinlerinin titremesini önlemek için değil, dinleri titrerken topluluk önünde konuşma yapabilmek için" 100 dolar vermişti. Berkshire yıllık toplantısında iki binden fazla dinleyicinin karşısında Warren Buffett,

Charlie Munger ile aynı sahnede oturuyor ve Will Rogers, Ben Graham, King Solomon, Phil Fisher, David Letterman ve Billy Crystal'ı memnun edecek bir şekilde notlarına bakmadan konuşarak sorulara cevap veriyordu. 1994'ün başlarında Warren, dünyanın her yerinden insanın, oturdukları yerden katıldıkları bir ağ üzerinden daha fazla briç oynayabilmek için bilgisayar kullanmayı öğrendi. Belki de yakın gelecekte, şirketler hakkında yatırım araştırmaları yapmak için bugün bilgisayarlarda bulunan yüzlerce veri erişim ve bilgi hizmetinden bazılarını da kullanmaya başlar.

Warren Buffett, yatırımda en kritik faktörün, işletmenin gerçek değerini belirlemek ve varlıklarına makul veya az bir bedel ödeyerek sahip olmak olduğunu vurgular. Genel olarak borsanın son zamanlarda nasıl bir seyir izlediğini veya gelecekte nasıl olacağını umursamaz. 1988 ve 1989'da, hisse senetleri son altı yılda beş kattan ve son altmış yılda beş yüz kattan fazla artan Coca-Cola'nın 1 milyar dolarlık kısmını satın almıştır. Üç yılda, yatırdığı paranın dört katını kazanmış ve önümüzdeki beş, on ve yirmi yıl boyunca Coca-Cola ile çok daha fazla kazanacağını düşünüyor. 1976'da hisse değeri 61 dolardan 2 dolara düşen GEICO'dan* oldukça önemli bir pozisyon satın aldığında, genel algı, hisse değerinin kesinlikle sıfıra doğru gittiği yönündeydi.

Sıradan bir yatırımcı, Warren Buffett'ın yöntemlerini nasıl uygulayabilir? Warren Buffett asla anlayamadığı veya "yetkinlik alanı" dışındaki işlere yatırım yapmaz. Tüm yatırımcılar zamanla, profesyonel şekilde dahil oldukları bir sektörde veya araştırmaktan zevk aldıkları iş alanlarında yetkinlik elde edebilir ve yoğunlaşabilirler. İnsanın ömür boyu doğru kararlar alması da gerekmez. Örneğin Warren, kırk yıllık kariyerinde her şeyi değiştirenin, verdiği on iki yatırım kararı olduğunu söylüyor.

* The Government Employees Insurance Company: Devlet Çalışanları Sigorta Şirketi *-yhn*

Yatırımcılar araştırmalarında daha dikkatli ve etraflıca düşünürse yalnızca birkaç işletmeye odaklanarak riski büyük ölçüde azaltabilirler. Normalde Berkshire'ın hisse senetlerinin % 75'inden fazlası yalnızca beş farklı menkul kıymetten oluşur. Bu kitapta defalarca açıkça gösterilen ilkelerden biri; geçici bir sorun yaşandığı, borsanın düştüğü ve sıradışı işletmelerin hisse fiyatları kelepir hale geldiği zaman büyük şirketlerin hisselerini satın almaktır. Borsanın, ekonominin, faiz oranlarının veya seçimlerin yönünü tahmin etmeye çalışmayı ve ekmeğini bu işten kazanan kişilere para harcamayı bırakın. Gerçekleri ve finansal durumu inceleyin, şirketin gelecekteki görünümüne değer biçin ve her şey sizin lehinize ise satın alın. Pek çok kişi, yatırım yaparken, kartlarına bütün gece hiç bakmadan poker oynayanlara benzer.

Hisseleri kriz durumunda 2 dolara düşen GEICO'yu veya Wells Fargo'yu ya da General Dynamics'i satın alacak bilgi ve cesarete çok az sayıda yatırımcı sahip olabilirdi; çok sayıda okumuş insan, bu şirketlerin başının büyük belada olduğunu söylüyordu. Bununla birlikte Warren Buffett, aynı zamanda Capital Cities / ABC, Gillette, Washington Post, Affiliated Publications, Freddie Mac ve Coca-Cola (ki bu, Berkshire Hathaway için 6 milyar doların üzerinde veya hissedarların 10 milyar dolarının % 60'ı kadar kâr bıraktı) hisselerini de satın aldı. Hepsi güçlü kârlılık geçmişine sahip, iyi yönetilen şirketler ve iş dünyasının baskın aktörleriydi.

Warren Buffett, kendi hissedarlarına ek olarak genel kamuoyunu da daha iyi yatırımcılar olmak üzere eğitmek amacıyla Berkshire yıllık raporunu kullanıyor. Warren'ın her iki tarafı da gazete yazarlarıyla dolu bir ailesi var. Alice Teyzesi de otuz yıldan fazla bir süre devlet okulu öğretmenliği yapmış. Warren Buffett, genel olarak iş dünyası hakkında, özelde de yatırımcılık alanında insanlara bir şeyler öğretmekten ve yazılar yazmaktan hoşlanır. Omaha'daki

Nebraska Üniversitesi'nde yirmi bir yaşındayken gönüllü olarak ders vermiştir. 1955'te New York'ta çalışırken, Scarsdale Lisesi'nde borsa hakkında yetişkinlere yönelik bir kurs da verdi. 1960'ların sonlarında ve 1970'lerde on yıl boyunca Creighton Üniversitesi'nde ücretsiz dersler verdi. 1977'de Al Sommer Jr. başkanlığındaki bir komitede yer alarak Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'na kurumsal ifşaat konusunda tavsiyelerde bulundu. Bu katılımın ardından, Berkshire yıllık raporunun ölçeği, 1977'nin sonları, 1978'in başlarında yazılan 1977 raporuyla önemli ölçüde değişti. Raporun formatı, 1956'dan 1969'a kadar hazırladığı ortaklık raporlarına daha benzer hale geldi.

1980'lerin başından itibaren Berkshire yıllık raporları, hissedarları şirketin hisselerinin performansı ve yeni yatırımlar hakkında bilgilendirmiş, sigorta ve reasürans sektörünün son durumunu anlatmış ve (1982'den itibaren) Berkshire'ın satın alacağı şirketlerle ilgili alım kriterlerini listelemiştir. Raporlar hisse senetlerine doğru yatırım yapmanın yollarını, yapılması ve yapılmaması gerekenleri anlatan örnekler, benzetmeler, hikâyeler ve metaforlarla doludur.

Warren Buffett, uzun vadede asli değerini yılda % 15 büyütme hedefi belirleyerek Berkshire'ın gelecekteki performansı için yüksek bir standart oluşturmuştur; ki bu çok az kişinin cesaret edebileceği ve 1956'dan 1993'e kadar çevresindeki hiç kimsenin yapamadığı bir şeydir. Şirketin çok büyük olması nedeniyle bunun sürdürülmesi zor bir standart olacağını, ancak etrafta her zaman fırsatlar bulunduğunu ve Berkshire'ın yatırıma hazır olarak yüksek miktarda nakit tuttuğunu, bunun da her geçen yıl arttığını söylemiştir. Haziran 1993 yıllık raporunun 60. sayfasındaki son sözcükleriyle de özgüveninin altını çizmiştir: "Berkshire, 1967'den beri nakit temettü açıklamamıştır."

Warren Buffett, her zaman yatırım üzerine bir kitap

yazmak istediğini söyleyip durmuştu. Umarım bir gün bu da olur. Ama bu oluncaya kadar bu işlevi, tefrikalar halinde yazan Edgar Allan Poe, William Makepeace Thackeray ve Charles Dickens gibi on dokuzuncu yüzyıl yazarlarına benzer bir şekilde yıllık raporları yerine getiriyor. Berkshire Hathaway'in 1977'den 1993'e kadarki yıllık raporları bu kitabın on yedi bölümü kadardır. Ve ayrıca bu arada Robert Hagstrom'un, Buffett'ın kariyerini özetlediği, yatırım tekniğinin ve yöntemlerinin nasıl geliştiğini anlattığı ve bu süreçte karşısına çıkan önemli kişilere dair örnekler sunduğu, elinizdeki *Warren Buffett Tarzı* kitabı da var. Kitap aynı zamanda Buffett'ın eşsiz performans sicilini gösteren önemli yatırım kararlarını da detaylandırıyor. Son olarak, zenginlik düzeyi ne olursa olsun, her vatandaşın kullanabileceği araçları kullanarak sürekli para kazanan bir yatırımcının düşünce dünyasını ve felsefesini içeriyor.

Peter S. Lynch
Ekim 1994

Sunuş

Kenneth L. Fisher

Babam Philip A. Fisher, Warren Buffett'ın benimsediği bazı kişisel görüşlerinden ve aralarındaki uzun, dostane ilişkiden büyük gurur duyardı. Eğer babam hayatta olsaydı ve bu girişi o yazsaydı, yatırım yıldızı kendisininkini gölgede bırakacak kadar parlak yanan çok az kişiden biri olan Warren ile tanışıklığının onda nasıl güzel duygular uyandırdığını anlatmayı fırsat bilirdi. Babam, Warren Buffett'ı gerçekten severdi ve Buffett'ın, onun bazı fikirlerini benimsemesinden gurur duyardı. Babam, o ve Warren Buffett hakkında bir şeyler kaleme almamı isteyen o beklenmedik mektubu almamdan tam üç ay önce, doksan altı yaşında ölmüştü. Bu giriş sayesinde kafamda babam ve Bay Buffett hakkında bazı noktalar birleşti ve bir resim oluştu. *Warren Buffett Tarzı*'nın okurları için, umarım yatırımcılık tarihinin önemli bir dilimine ve bu harika kitabın en iyi şekilde nasıl kullanılacağına dair çok kişisel de olsa bir bakış sağlayabilirim.

Bay Buffett hakkında söyleyeceğim fazla bir şey yok çünkü zaten bu kitabın konusu o ve Robert Hagstrom bu konuyu incelikle ele alıyor. Babamın Warren Buffett üzerinde

önemli bir etkisi olduğu iyi biliniyor ve Bay Hagstrom'un yazdığı gibi, Buffett'ın düşüncelerinde babamın etkisi son yıllarda daha belirgin bir şekilde ortaya çıktı. Babam, Warren Buffett'ı tanıdıkça, başarılı yatırım için gerekli olduğunu düşündüğü ancak yatırımcılar arasında nadir görülen nitelikleri onda görmüş ve bunlara hayran olmuştu.

Warren Buffett kırk yıl önce, bugünün standartlarına göre ilkel bilgi araçlarına sahip bir dünyada babamı ziyaret ettiğinde, babamın kendi bilgi edinme yöntemleri vardı. On yıllar boyunca yavaş yavaş kendine bir arkadaş çevresi oluşturmuştu. Bunlar saygı duyduğu, onu neyle ilgilenip ilgilenmediğini anlayacak kadar iyi tanıyan ve onunla güzel fikir paylaşımları yapabilecek yatırım profesyonelleriydi. Bu amaçla, genç yatırımcılarla da tanışmaya karar vermişti. Tanıştığı insanlar arasından etkilendiği kişiler olursa daha sonra da görüşecek ve bir arkadaşlık tesis edecekti. İki kere görüştüğü kimse çok nadirdi. Standartları çok yüksekti! Onun zihninde, "A" alamadıysanız "F" aldınız demekti. Ve birine bir kez kırık not verdiyse bunu sonsuza kadar değiştirmezdi. Onunla ahbap olmak için tek şansınız vardı. Zaman sınırlıydı.

Warren Buffett genç bir adam olarak babamı ilk görüşmeden ikinciye, ikinciden daha birçoklarına kadar etkileyen çok çok az kişiden biriydi. Babam kişilik ve yeteneği saptamada çok keskin gözlere sahipti. Anormal derecede keskin! Kariyerini insanları yargılamak üzerine kurmuştu. En iyi niteliklerinden biri buydu. Büyük oranda bu nedenle hisse senedi analizi yaparken işletme yönetimi konusunda nitel yargıya bu kadar çok vurgu yapıyordu. Buffett daha hak ettiği şöhret ve takdiri kazanmadan önce ona "A" verdiği için her zaman gururlanırdı.

Warren Buffett ile babam arasındaki ilişkiyi, yanlışlıkla Bay Buffett'a "Howard" (Warren'ın babasının adı) diye ses-

lenmesi gibi hatalar da bozamadı. Bu, daha önce hiç anlatılmamış ve belki de hem babam hem de Warren Buffett hakkında çok şey anlatan alışılmadık bir hikâye.

Babam yoğun çalışan büyük bir zihne sahip küçük bir adamdı. Nazik olsa da gergindi, çoğunlukla tedirgin ve kişisel olarak güvensizdi. Aynı zamanda tam bir alışkanlık insanıydı. Günlük rutinlerini titizlikle sürdürürdü çünkü bu onu daha rahat hissettirirdi. Uyumayı severdi çünkü uyuduğunda o gergin ve güvensiz halinden kurtulurdu. Çoğunlukla yoğun çalışan zihnini boşaltamadığı gecelerde koyun saymak yerine hafıza oyunları oynardı. Oynadığı bu uyku oyunlarından birinde, dalıp gidinceye kadar tüm Meclis üyelerinin isimlerini ve bölgelerini ezberlemeye çalışıyordu.

1942'den başlamak üzere, Howard Buffett'ın adını on yıldan fazla bir süre boyunca Omaha ile ilişkilendirerek her gece tekrar tekrar söyledi. Beyni, Warren Buffett ile tanışmadan çok önce "Omaha", "Buffett" ve "Howard" kelimelerini mekanik bağlantılı bir dizi olarak ilişkilendirmişti. Daha sonra Warren'ın kariyeri gelişip yıldızı parladıkça, babamın Buffett ve Omaha'yı "Howard" dan tamamen ayırabilmesi için tam yirmi yıl geçmesi gerekti. Bu, babamı kızdırıyordu çünkü zihnini kontrol edemiyordu. Oysa Warren Buffett'a düşkündü ve ilişkilerine değer veriyordu. Babam, Warren Buffett'ın kim olduğunu iyi biliyordu ancak gündelik sohbetlerde sık sık "Omahalı şu parlak genç, Howard Buffett" gibi şeyler söylerdi. Böyle söyledikçe de onu sözcük seçiminden çıkarması daha da zorlaşıyordu. Alışkanlıkların adamı bu can sıkıcı durumu da alışkanlık haline getirmişti.

Erkenden buluşacakları bir sabah babam "Howard"ı "Warren" dan ayırmaya iyiden iyiye niyetlenmişti. Yine de konuşmanın bir noktasında babam Warren'dan "Howard" diye bahsetti. Warren fark ettiyse de hiçbir tepki vermedi ve babamı düzeltmedi. 1970'ler boyunca bu durum ara sıra

yaşandı. 1980'lerde babam sonunda Buffett'a atıfta bulunduğu cümlelerden "Howard"ı temizlemişti. Howard'ı sonsuza dek geride bıraktığı için gurur duyuyordu. Yıllar sonra ona bu durumu Warren'a açıklayıp açıklamadığını sordum. Bunu çok utandığı için yapmadığını söyledi.

Arkadaşlıkları her şeye rağmen zarar görmedi çünkü çok daha güçlü temeller üzerine kurulmuştu. Bence ilişkilerinin temel özelliklerinden biri, dürüst ve becerikli insanlarla tanışma konusundaki ortak felsefeleriydi. Bay Buffett'ın Berkshire Hathaway yöneticilerine nezaret etmekle ilgili söylediği, "Usta vuruculara nasıl savuracaklarını söylemeyiz," sözü neredeyse doğrudan Phil Fisher'dan alıntıdır. En iyilerle çalış, bundan asla şaşma ve onlara ne yapacaklarını da söyleme.

Yıllar boyunca babam, Bay Buffett'ın bir yatırımcı olarak temel ilkelerin hiçbirinden ödün vermeden gösterdiği gelişimden çok etkilenmiştir. Her on yıllık süreçte Bay Buffett, kimsenin onun geçmişine bakarak tahmin edemeyeceği şeyleri ustalıkla yaptı. Profesyonel yatırımcılıkta çoğu insan, zanaat öğrenir gibi belirli bir yatırım tarzı öğrenir ve sonra bunu asla değiştirmez. Kimi düşük fiyat-kazanç oranlı (P/E) hisse senetleri alır, kimi hep önde gelen teknoloji isimlerine yatırım yapar kimi de başka alanlara. Kendilerine bir zanaat oluştururlar ve sonra ya asla değişmez ya da sadece marjinal olarak değişirler. Buna karşılık Warren Buffett, on yıllar boyunca sürekli öyle yeni yaklaşımlar benimsedi ki bir sonraki adımda ne yapacağını kestirmek imkânsız oldu hep. Onun orijinal katı değer yaklaşımına bakarak 1970'lerdeki imtiyaz yönelimini tahmin edemezdiniz. 1980'lerdeki piyasa ortalamalarının üstünde P/E veren tüketici ürünleri yönelimini önceki yaklaşımlarına bakarak kestiremezdiniz. Değişme ve bunu başarılı bir şekilde yapma yeteneği, başlı başına bir kitap konusudur. Çoğu insan onun yaptığı gibi bir değişim geçirmeye kalksa başarısız olur. Babama göre Bay Buffett'ın

başarısının sırrı, kim olduğunu asla gözden kaçırmamasındaydı. Her zaman kendine sadık kaldı.

Babam, Rudyard Kipling'in ünlü şiiri "If"ten [Eğer] asla uzak duramadı. Masasında, komodininde, çalışma odasında – her zaman yakınında bir yerde olurdu. Onu tekrar tekrar okur ve bana sık sık oradan alıntılar yapardı. Ben de şimdi sırf babamdan uzak olmamak için o şiiri hep masamda bulunduruyorum. Güvensiz ama gözü pek biri olarak, biraz da Kipling edasıyla, yatırımlar konusunda çok ciddi olmanızı söyler ancak kendinizi çok da ciddiye almamanızı öğütlerdi. Başkalarının size yönelik eleştirilerini düşünmenizi, ancak onları asla yargıcınız olarak görmemenizi söylerdi. Sizi kendinize meydan okumaya teşvik eder ancak her ne olursa olsun kendinizi aşırı derecede yargılamamanızı tavsiye etmezdi. Kendinizi başarısız bulduğunuzda dönüp bir daha denemenizi söylerdi. Öngörülemez de olsa bir sonraki adıma geçmeliydiniz.

Babamın Bay Buffett'ta en çok hayranlık duyduğu şey, değerleri ve geçmişiyle tutarlı bir şekilde değişim göstermesi ve öngörülemez olan bir sonraki adımı atma becerisiydi. Geçmiş kısıtlamalar, sözler, gelenekler ve gururun dizginlemelerine aldırış etmeden ilerlemesiydi. Buffett, babamın anlayışına göre, Kipling'in ölümsüzleştirdiği bazı nitelikleri bünyesinde barındırıyordu.

Ne yazık ki toplumda oranca küçük ama sayıca büyük, kendine bir yaşam yaratamamış, küçük beyinli, kıskanç ve zalim bir grup insan her zaman var olacaktır. Onlar sadece çamur atmayı severler. Bu pusulasını yitirmiş ruhlar için yaşamın amacı, kazanç yaratamadıkları bir dünyada acı yaratmaya çalışmaktır. Başarılı bir kariyeri olup da atılan çamurlara maruz kalmayan çok azdır. Ve bu çamurlardan bazıları da iz bırakacaktır. Güvensiz biri olarak babam, kendisi de dahil olmak üzere, her zaman herkese çamur atılmasını doğal karşılıyordu ama hayranlık duyduğu insanlarda bu çamurun

iz bırakmamasını temenni ediyordu. Ve çamur atıldığında hayranlık duyduğu kişilerin, Kipling gibi, eleştiri veya iddiaları kendilerini yargılanmış hissetmeden düşünmelerini bekliyordu. Daima Kipling'in bakış açısıyla!

Pek çoklarından daha uzun süren kariyeri boyunca Warren Buffett kendisini hep kayda değer şekilde aklamayı başardı; ona çok az çamur atıldı ve atılanların hiçbiri iz bırakmadı. Ne güzel bir miras! Babam gibi Kipling de buna sevinirdi. Bay Buffett'ın temel değerlerine dönecek olursak; o her zaman tam anlamıyla kim olduğunu ve mahiyetini biliyordu. Yaşadığı çıkar çatışmaları yüzünden ilkelerini baltalayabilecek ve onu bayağılaştıracak davranışlara hiç girmedi. Fırlatılacak bir çamur olmadığı için izi de kalmadı. İşte Warren Buffett'ın örnek alınması gereken en önemli özelliği budur: Kendini bilmek.

Bu giriş bölümünü kısmen de bu kitaptan nasıl yararlanacağınızı anlatmak üzere yazıyorum. Kariyerim boyunca insanlar bana hep neden daha çok babamın ya da Bay Buffett'ın yaptığı gibi şeyler yapmadığımı sordular. Cevabı basit: Ben kendimim, onlar değilim. Kendi görece avantajlarımı kullanmalıyım. Ben babam kadar gözleri keskin bir insan sarrafı olmadığım gibi, Buffett gibi bir deha da değilim.

Bu kitabı, öğrenmek için kullanın ancak Warren Buffett olmaya çalışmayın. Warren Buffett olmaya çalışırsanız acı çekersiniz. Kitabı okuyarak Buffett'ın fikirlerini anlayın ve ardından, bu fikirleri alıp kendi yatırım yaklaşımınıza entegre edin. Sadece kendi fikirlerinizle büyüyebilirsiniz. Bu kitaptaki yaklaşımlar onları alıp kendi kişiliğinize uydurduğunuz zaman yarar sağlar, kişiliğinizi ona uydurmaya çalışırsanız değil. (Bir yaklaşıma uydurulmaya çalışılan bir kişilik, kötü bir yatırımcı olacaktır.) Ne olursa olsun, ne okursanız okuyun ya da ne kadar uğraşırsanız uğraşın, Warren Buffett olamayacağınızı garanti ederim. Kendiniz olmalısınız.

Pek çok açıdan gerçekten harika bir öğretmen olan babamdan aldığım en büyük ders bu oldu: O ya da bir başkası olmak değil, olabileceğim en iyi insan olmak ve değişimden kaçmamak. Warren Buffett'tan alabileceğiniz en büyük ders nedir? Onun gibi olmaya çalışmadan ondan öğreneceğiniz en büyük şey: Genç bir okursanız, en büyük yatırım dersi gerçekte kim olduğunuzu bulmaktır. Eğer daha yaşlı bir okursanız en büyük ders; gerçekten düşündüğünüzden çok daha genç olduğunuz ve bu şekilde davranmanız gerektiğidir. Bu nadir bir armağandır. Eğer öyle olmasaydı, Bay Buffett çoğu insanın çoktan emekli olduğu bir yaşta hâlâ maharetle gelişiyor olmazdı. Warren Buffett'ı bir rol model değil, bir öğretmen gibi görün ve bu kitabı, öğretilerinin iyi ifade edilmiş ve kolayca öğrenilebilecek güzel bir açıklaması olarak düşünün. Bu kitaptan çok fazla şey öğrenebilirsiniz ve bu, kendi başarılı yatırım felsefenizin temeli olabilir.

Kenneth L. Fisher
Temmuz 2013

Giriş

1984 yılının Haziran ayında, Maryland, Baltimore'daki Legg Mason Wood Walker'da bir eğitim programına kaydoldum. İki hafta boyunca yatırım, pazar analizi, uyum ve satış teknikleri üzerine sunumlar dinledim. Yakında broker olarak kariyerime başlamam bekleniyordu ancak korkunç bir hata yaptığım hissinden kurtulamıyordum.

Legg Mason belirli bir düşünceyi temsil ediyordu ve eğitim programında Benjamin Graham ve David Dodd'un *Security Analysis* [Menkul Kıymetler Analizi] ve Graham'ın *Akıllı Yatırımcı* gibi değer yatırımına ilişkin klasik eserleri ön plana çıkıyordu. Firmanın tecrübeli brokerleri, her gün hisse senetleri ve piyasa hakkındaki bilgilerini paylaşıyorlardı. Bize en beğendikleri hisse senedine ait *Değer Yatırım Anketi* dağıttılar. Bütün şirketler aynı özelliklere sahipti: düşük fiyat-kazanç oranı, düşük fiyat-defter değeri oranı ve yüksek temettü getirisi. Çoğunlukla hisse senedinin uzun süre piyasada düşük performans göstermesinden de anlaşılacağı gibi, şirket aynı zamanda piyasada gözden düşmüş oluyordu. Bize çokça yükselen, popüler hisselerden kaçınmamız ve bunun yerine risk-getiri oranının çok daha elverişli olduğu düşük varlıklara yönelmemizi defalarca söylediler.

Değer yatırımı yaklaşımının mantığını anlamıştım; matematiği zor değildi. *Değer Hattı* bize bir şirketin son yirmi yıllık bilançosu ve gelir tablosunun basit görüntüsünü veriyordu. En üstte, şirketin hisse senedi fiyatlarının her yılki sonuçlarla birlikte adım adım ilerleyen grafiği vardı. Ancak bir şirketin tablolarına ne kadar baksam da hep bir şeylerin eksik olduğunu hissediyordum.

Perşembe öğleden sonra, eğitim programımızın bitiminden bir gün önce, eğitmenim bana daha önce hiç duymadığım Berkshire Hathaway'in Warren Buffett tarafından yazılan 1983 yıllık raporunun bir fotokopisini verdi. Bizden Başkan'ın Mektubu'nu okumamız ve ertesi sabah tartışmak üzere hazırlanmamız istenmişti.

O gece otel odamda, Berkshire yıllık raporunu hızlıca gözden geçirdim ama şaşırtıcı bir şekilde hiçbir resim veya grafik olmadığını fark ettim. Hissedarlara yazılmış Başkan'ın Mektubu tek başına yaklaşık yirmi sayfa uzunluğundaydı. Yorgun argın sandalyeme çöktüm ve okumaya başladım. Sonrasında ne olduğunu tarif etmek zor ancak o akşam yatırım hakkındaki bütün fikirlerim değişti.

İki hafta boyunca sayılara, oranlara ve formüllere bakmıştım ama şimdi okuduğum satırlar, şirketler ve onları yöneten insanlar hakkındaydı. Buffett, beni Nebraska Furniture Mart'ta 100 milyon dolarlık satış yapan seksen yaşındaki Rus göçmeni Rose Blumkin ile tanıştırdı. *Buffalo News* yayıncısı Stan Lipsey ve See's Candies'den Chuck Huggins'e aşina oldum. Gazete işletmenin ekonomik boyutunu ve şekerleme işinin rekabet avantajlarını öğrendim. Buffett devamında, National Indemnity Company ve GEICO'daki üçte birlik hisse de dahil olmak üzere Berkshire'ın sigorta şirketlerinin faaliyet sonuçlarını tartışıyordu. Ancak Buffett sadece rakamları bir çırpıda söylemekle kalmıyor; yıllık prim listeleri, zarar karşılıkları, birleşik oranlar ve yapılandırılmış rezerv-

lerin vergi avantajları gibi sigorta işinin detayları konusunda bana rehberlik ediyordu. Bu da yetmezmiş gibi, Buffett ayrıca hissedarlara ekonomik itibarın büyüsü ile bir şirketin gerçek değerinin defter değerini nasıl aşabileceği konusunda anlaşılması kolay bir eğitim veriyordu.

Ertesi sabah eğitim programına değişmiş biri olarak geri döndüm. *Değer hattı* sonsuz sayı dizileriyle birlikte hâlâ çarşaf çarşaf oradaydı ama bu sayısal iskeletler birdenbire ete ve kemiğe bürünerek gözümde anlam kazanmıştı. Kısacası, şirketler canlanıvermişti. Sadece rakamları görmek yerine; şirketler, işleri yürüten insanlar ve sonuçta bir tabloyu dolduran rakamları oluşturan ürünler ve hizmetler hakkında düşünmeye başladım.

Ertesi hafta üretime geçtiğimde artık bir amacım vardı. Ne yapacağımdan hiç şüphem yoktu. Müşterilerimin parasını Berkshire Hathaway'e ve Berkshire'ın kendi portföyü için satın aldığı hisse senetlerine yatıracaktım. Buffett ne zaman bir kırıntı düşürse onu yerden kaldırıp müşterilerim için satın alıyordum. Buffett bir hisse satın alırsa şirketi arıyor, yıllık raporunu istiyor ve başkalarının gözden kaçırdığı ama onun gördüğü şeyin ne olduğunu anlamaya çalışıyordum. İnternetin olmadığı yıllarda Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'na 25 dolarlık bir çek göndererek istediğiniz herhangi bir yıllık raporun fotokopisini alabiliyordunuz. Berkshire Hathaway'in bütün yıllık raporlarını bu yolla edindim. Yıllar boyu Buffett hakkında yazılmış tüm gazete ve dergi makalelerini topladım. Buffett veya Berkshire'ın yaptığı her şeyin ama her şeyin bir kopyasını aldım, okudum ve dosyaladım. Bir futbolcuyu takip eden çocuk gibiydim.

Birkaç yıl sonra Carol Loomis, *Fortune* dergisi için "Warren Buffett'ın Gerçek Öyküsü" başlıklı bir makale yazdı (11 Nisan 1998). *Fortune*'un o zamanki yazı işleri müdürü Marshall Loeb, Buffett profilini yazma zamanının geldiğini dü-

şünmüştü ve Carol'ın mükemmel bir yazar olduğunu biliyordu. O zamana kadar Buffett hakkında öğrenebilecekleriniz, Başkan'ın Mektupları ve Berkshire'ın Omaha'daki yıllık toplantılarında yaptığı konuşmalarla sınırlıydı. Ancak Carol Loomis'in Berkshire'ın yıllık raporlarını da düzenleyen kişi olduğunu bilenler, Buffett hakkında içeriden bir hikâye yazılsa bunu ancak onun yapabileceğini de biliyordu. Derginin sonuncusuna ancak yetişebileceğimden emin bir şekilde gazete bayiine koştum.

Carol, Buffett'ı sadece bir yatırımcı olarak değil, aynı zamanda "sıradışı bir iş insanı" olarak vurgulayan farklı türde bir hikâye yazmak istediğini söylüyordu. Hayal kırıklığına uğratmadı. Gerçekten de Omaha Kâhini olarak adlandırılan Buffett'a inananlara ona daha yakından bakış olanağı veren yedi bin kelimelik, güzel yazılmış bir makaleydi. Carol bize pek çok bilgi vermişti ama hiçbiri makalenin içine düzgünce yerleştirilmiş o üç küçük cümleden daha önemli değildi.

Buffett, "Yaptığımız şey başkalarının yapamayacağı bir şey değil," diyordu. "Yatırım konusunda düşündüğümü yönetim konusunda da düşünüyorum: Olağanüstü sonuçlar elde etmek için olağanüstü şeyler yapmak şart değildir."

Şimdi, bunları okuyanların çoğunun bu sözleri Buffett'ın Ortabatı'ya has alçakgönüllülüğüne vereceğinden eminim. Buffett kibirli biri değildir. Aynı zamanda göz boyayan biri de değildir. Eminim, doğru olduğuna inanmasaydı bu açıklamayı yapmazdı. Ve eğer inandığım gibi bu doğruysa, Buffett'ın genelde yatırım ve özelde hisse senedi seçimine dair düşüncelerini veren bir yol haritası, hatta daha da iyisi, bir hazine haritası çizmek mümkün olabilirdi. İşte *Warren Buffett Tarzı*'nı yazma konusundaki motivasyonum bu oldu.

Berkshire Hathaway'in yirmi yıldır yıllık raporlarını, Berkshire'ın satın aldığı şirketlerin yıllık raporlarını ve Buffett hakkında yazılan birçok makaleyi okumak, Buffett'ın

Kitabı yazarken karşılaştığım başlıca zorluk, Buffett'ın "Yaptığım şey başkalarının yapamayacağı bir şey değil," itirafını doğrulamak veya çürütmekti. Bazı eleştirmenler, başarısına rağmen, Warren Buffett'ın kendine özgü özelliklerinin yatırım yaklaşımının geniş çapta benimsenmesini engellediğini iddia ediyor. Katılmıyorum. Buffett kendine özgüdür -bu da başarısının bir kaynağıdır- ancak anlaşıldıktan sonra metodolojisinin hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar için aynı şekilde uygulanabilir olduğunu iddia ediyorum. Zaten bu kitabın amacı da yatırımcıların Warren Buffett'ı başarılı kıldığına inandığım stratejileri uygulamalarına yardımcı olmaktır.

Yine de şüphe edenler var. Yıllar içinde aldığımız en büyük tepki, Warren Buffett hakkında bir kitap okumanın, Buffett'ın kazandığı yatırım getirilerini kazanmaya yetmeyeceği tepkisi oldu. Birincisi, kitabı okuyan birinin Buffett ile aynı getirileri elde edebileceğini asla ima etmedim. İkincisi, neden insanların böyle düşündüğünü anlayamadım. Bana kalırsa Tiger Woods gibi golf oynamaktan bahseden bir kitap satın aldıysanız, golf sahasında Tiger ile eşit performans göstermeyi beklememelisiniz. Kitabı okursunuz çünkü kitapta oyunu geliştirmenizi sağlayacak bazı ipuçları olduğuna inanırsınız. Aynısı *Warren Buffett Tarzı* için de geçerlidir. Bu kitabı okuyarak yatırım getirilerinizi artıracak bazı dersler alırsanız kitap başarılı olmuş demektir. Çoğu insanın borsada ne kadar kötü performans gösterdiğini düşünürsek, bir miktar artış sağlamak çok zor olmayacaktır.

Buffett ile Berkshire'ın başkan yardımcısı ve Buffett'ın entelektüel tartışma arkadaşı Charlie Munger'a bir keresinde bu iki büyük beynin yeni nesil yatırımcılar yetiştirme olasılığı hakkında sorular sorulmuştu. Oysa son kırk yıldır yaptıkları da tam olarak buydu. Berkshire Hathaway'in yıllık raporları saçmalık içermemeleri, son derece eğitici ve anlaşılır olmalarıyla ünlüdür. Berkshire Hathaway yıllık toplan-

tılarına katılma şansı yakalayan herkes ne kadar aydınlatıcı olabileceğini bilir.

Bilgi edinmek bir yolculuktur. Warren Buffett kendi yolculuğunda Benjamin Graham ve Phil Fisher'dan başlayarak birçoklarının bilgeliğinden büyük oranda yararlanmıştır. Buna ortağı Charlie Munger'dan aldığı işle ilgili birçok dersi de eklemiştir. Bütün bu deneyimler toplanarak, Buffett'ın bu defa başkalarıyla cömertçe paylaştığı bir yatırım anlayışı mozaiğinin şekillenmesine yardımcı olmuştur. Tabii başkaları derken kendilerine düşen ödevleri yapmaya ve taze, güçlü ve açık bir zihinle, mümkün olan her şeyi öğrenmeye istekli olanları kastediyorum.

1995 Berkshire Hathaway yıllık toplantısında Charlie Munger, "Bazı insanların bir şeyler öğrenmeye bu kadar dirençli olması olağandışı," demiştir. Buffett, "Gerçekten şaşırtıcı olan, öğrenmek kendi çıkarlarına olsa bile buna direnç göstermeleri," diye eklemiştir. Ardından daha düşünceli tonda devam etmiştir: "Düşünmeye ve değişmeye karşı inanılmaz bir direnç var. Bir keresinde Bertrand Russell'ın 'Çoğu insan düşünmektense ölmeyi tercih eder. Nitekim öyle de olmuştur,' sözünü aktarmıştım. Mali konularda da bu çok doğru."

Warren Buffett Tarzı'nı yazdığımdan bu yana geçen yirmi yıl içinde, borsadaki karmaşa artmaya devam etti. Tam daha fazla artmaz dediğiniz bir anda kulakları sağır eden yeni bir çığlığa dönüşüyor. Televizyon yorumcuları, finans yazarları, analistler ve piyasa stratejistleri konuştukça konuşuyor ve hepsi de yatırımcıların dikkatini çekmek için yarışıyorlar. İnternet bir bilgi harikası. Herkes bu konuda hemfikir. Ama aynı zamanda finansal görüşleri olan herkese ücretsiz erişim, daha doğrusu ücretsiz bir platform sağladı. Sonuç olarak, hepimiz finansal tavsiyelere boğulmuş durumdayız.

Çığ gibi gelen bu bilgi bombardımanına rağmen, yatırımcılar sürekli kâr etmek için çırpınıyorlar. Bazıları devam

edemeyecek kadar zor durumda. Hisse senedi fiyatları küçük bir nedenden ötürü fırlıyor, ardından aynı hızla düşüyor. Çocuklarının eğitimi ve hatta kendi emeklilikleri için yatırım yapmak üzere borsaya giren insanlar şaşkınlık içindeler. Görünüşe göre piyasada ne uyum ne de mantık var; sadece aptallık hüküm sürüyor.

Warren Buffett'ın bilgeliği ve fikirleri piyasadaki çılgınlığın çok ötesinde bir yerde duruyor. Yatırımcıdan çok spekülatörü kayıran bir ortamda, Buffett'ın tavsiyelerinin milyonlarca kayıp yatırımcı için güvenilir bir liman olduğu defalarca kanıtlandı. Bazen şirazesi kaymış yatırımcılar, "Ama bu sefer farklı!" diye haykırıyor ve bazen haklı da çıkıyorlar. Siyaset sürprizler yaratıyor, ekonomi buna tepki veriyor ve borsa daha farklı bir tonda yankılanıyor. Kimi şirketler olgunlaşırken kimileri yeni doğuyor. Sektörler gelişiyor ve uyum sağlıyor. Değişim sürekli yaşanıyor ancak bu kitapta özetlenenler bu değişime dayanmış yatırım ilkeleridir. Buffett bir keresinde, "Bu yüzden onlara ilkeler deniyor," demişti.

İşte 1996 yıllık raporundan kısa ama güçlü bir ders: "Bir yatırımcı olarak amacınız, kısaca rasyonel bir fiyata, kazançlarının maddi açıdan bundan beş, on, yirmi yıl sonra daha yüksek olacağı neredeyse kesin olan, kolay anlaşılır bir işletmeden bir parça hisse satın almaktır. Zamanla, bu standartları karşılayan fazla şirket bulamayacaksınız – bu nedenle, uygun olanı bulduğunuzda anlamlı miktarda hisse senedi satın almalısınız."

Yatırım yapmak için ne kadar paranız olursa olsun, ilgilendiğiniz sektör veya şirket ne olursa olsun, bundan daha iyi bir ölçüt bulamazsınız.

Robert G. Hagstrom
Villanova, Pennsylvania
Ekim 2013

1. Bölüm

Beş Sigma Olayı

DÜNYANIN EN BÜYÜK YATIRIMCISI

"Sıkı dur," dedi Buffett muzip bir gülümsemeyle. Bir bahar sabahı, en sevgili ve en eski arkadaşlarından biri olan Carol Loomis ile Manhattan'daki bir salonda oturuyordu. *New York Times* çoksatan yazarlarından ödüllü gazeteci Carol, 1954'ten beri çalıştığı *Fortune* dergisinde kıdemli editörlük yapıyor ve dergide Warren Buffett konusunda uzman kabul edilirdi. 1977'den beri Berkshire Hathaway'in yıllık raporlarını onun derlediği de Buffett'ın sadık takipçileri arasında biliniyor.

2006 yılının o bahar gününde Buffett, Carol'a Berkshire Hathaway hisselerindeki servetini nasıl ve ne zaman hibe edeceği konusundaki düşüncesini değiştirdiğini söyledi. Çoğu insan gibi Carol da onun, üç çocuğuna küçük birer pay ayırdıktan sonra servetinin % 99'unu hayır kurumlarına bırakacağını biliyordu ancak her zaman bu paranın merhum eşi Susan'ın kurduğu Buffett Vakfı'na gideceği düşünülüyordu. Şimdi Carol'a fikrini değiştirdiğini söylüyordu. "Ne yap-

mak istediğimi biliyorum," dedi, "ve artık harekete geçsem iyi olacak."[1]

Böylece öğle yemeğinden kısa bir süre önce, 26 Haziran 2006'da, o zamanlar dünyanın en zengin ikinci adamı olan Warren Buffett, New York Halk Kütüphanesi'nde mikrofonun arkasına geçti. Şehrin en zengin yüzlerce kişisinden oluşan seyirci onu ayakta alkışlayarak selamladı. Birkaç kısa cümleden sonra Buffett ceketinin cebine uzanıp beş mektup çıkardı. Her biri serveti konusundaki tasarrufunu açıklıyor ve sadece imzasını bekliyordu. İlk üç mektup kolaydı; sadece "Baban" yazarak imzaladı ve sonra onları kızı Suze, büyük oğlu Howard ve küçük oğlu Peter'a verdi. Dördüncü mektup da müteveffa eşinin kurduğu hayır kurumundan bir temsilciye teslim edildi. Bu dört mektubun toplamı 6 milyar dolar ediyordu.[2]

Beşinci mektup sürpriz oldu. Buffett onu imzaladı ve gezegende kendisinden daha zengin tek adam olan Bill Gates'in eşine verdi. Bu son mektupla Buffett, Berkshire Hathaway'deki 30 milyar dolardan fazla eden hissesini dünyanın en büyük hayırsever organizasyonu olan Bill ve Melinda Gates Vakfı'na taahhüt etti. Bu, o güne kadar yapılan en büyük bağıştı. Andrew Carnegie'nin (bugünkü değerine göre 7,2 milyar dolar), John D. Rockefeller'ın (7,1 milyar dolar) veya John D. Rockefeller Jr.'ın (5,5 milyar dolar) bağışlarından fersah fersah ötedeydi.

İlerleyen günlerde sayısız soru soruldu. Buffett hasta mıydı, yoksa ölüyor muydu? "Hayır, kesinlikle hayır," dedi. "Harika hissediyorum." Eşinin ölümünün bu kararda etkisi olmuş muydu? "Evet, öyle," diye itiraf etti Buffett. Susie'nin Buffett'ın servetini Buffett Vakfı adına devralacağı iyi biliniyordu. "Böyle olması çok hoşuna giderdi," dedi. "Ölçeğin büyük olmasından dolayı biraz korkuyordu. Ama bunu yapmaktan keyif alırdı ve çok da iyi yapardı."[3]

Ancak eşinin ölümünden sonra Buffett düşüncesini değiştirdi. Bill ve Melinda Gates Vakfı'nın müthiş bir organizasyon olduğunu ve Buffett'ın vereceği milyarlarca doları kaldıracak kadar büyük ölçekte olduğunu görmüştü. Buffett Vakfı'nı o boyuta ulaştırmak için gerekecek büyük zahmetlere katlanmak zorunda kalmayacak ve parasını zaman kaybetmeden en verimli şekilde kullanabileceklerdi. "Yaptırmak istediğiniz bir şeyi, sizden daha iyi yapabilecek daha donanımlı birine devretmekten daha mantıklı ne olabilir?"[4]

İşte bu, Buffett'ın ta kendisiydi. Rasyonellik galip gelmişti. Buffett, Berkshire Hathaway'de operasyonlarını yürütmede onun yapabileceğinden çok daha iyi iş çıkaran çok sayıda yönetici olduğunu hatırlatıyor. Aynı şekilde, Bill ve Melinda Gates Vakfı da yaptığı bağışı yönetmek konusunda kendisinden daha iyi iş çıkaracaktı.

Bill Gates, arkadaşı hakkında şunları söyledi: "Warren sadece en büyük yatırımcı olarak değil, aynı zamanda iyiliğin de en büyük yatırımcısı olarak hatırlanacak."[5] Bu kesinlikle böyle olacaktır. Ancak bu cömert iyiliğin, ilk etapta gösterdiği benzersiz yatırım becerisi sayesinde mümkün olduğunu hatırdan çıkarmamak gerekir. Buffett mektubu ve 30 milyar dolarlık çeki Melinda Gates'e teslim ettiğinde hemen elli yıl önce yazdığı başka bir çeki hatırladım – Buffett Ortaklığı'na yaptığı ilk yatırım olan 100 doları.

Buffett her zaman piyangoyu daha annesinin karnında kazandığını söylerdi. 1930'da Amerika Birleşik Devletleri'nde doğma ihtimalinin yaklaşık 30'da 1 olduğunu tahmin ediyor. Hızlı koşamadığını, bu nedenle asla iyi bir futbolcu olamadığını kabul ediyor. Ukulele çalmadaki yeteneklerine rağmen, konser veren bir keman virtüözü de olamazdı. Ancak, "büyük bir kapitalist ekonomide yapacağı eylemlerle büyümesine" imkân sağlayacak "bir donanımı vardı".[6]

Buffett, "Servetim Amerika'da yaşamamın, bazı şanslı

genlerimin ve bileşik faizin birleşmesiyle oluştu," dedi. "Şansım, genel olarak ülkemize iyi hizmet etse de, bazen çarpık sonuçlar üreten bir piyasa sisteminde yaşamamla daha da arttı." Buffett her şeyi perspektif içinde tutmak için alçakgönüllülükle bize şunu hatırlatıyor: "Savaş alanında başkalarının hayatlarını kurtaranları bir madalya ile, iyi bir öğretmeni ebeveynlerden gelen teşekkür mektuplarıyla ödüllendiren ekonomik sistemimiz, yanlış kıymetlendirilen menkul değerleri tespit edenleri milyar dolarlarla ödüllendiriyor." Buffett buna kaderin kaprisli bir tutumla "uzun çöp" dağıtma tarzı olduğunu söylüyor.[7]

Bu doğru olabilir. Ancak bence Buffett kendi kaderini kendi yazdı, uzun çöpü çekmedi. Bu, Warren Buffett'ın kendi uzun çöpünü nasıl yaptığının hikâyesidir.

Şahsi Geçmişi ve İlk Yatırımları

Warren Edward Buffett 30 Ağustos 1930'da Nebraska eyaletinin Omaha şehrinde doğdu. Buffett'ların, Omaha'yı evi olarak gören yedinci nesliydi. İlk Nebraskalı Buffett 1869'da bir bakkal dükkânı açtı.

Buffett'ın büyükbabası da bir bakkal dükkânı işletiyordu ve Berkshire Hathaway'in gelecekteki başkan yardımcısı olacak genç Charlie Munger, bir süre onun yanında çalışmıştı. Buffett'ın babası Howard, yerel bir borsacı ve banker iken daha sonra Cumhuriyetçi Meclis Üyeleri arasına katıldı.

Warren Buffett'ın doğduğu günden itibaren sayılara hep ilgi duyduğu söylenir. Bu biraz abartılı olabilir ancak daha anaokuluna gitmeden önce zihninin bir hesap makinesi gibi çalıştığı belgelidir. Henüz bir çocukken, o ve en yakın arkadaşı Bob Russell, Russell ailesinin evinin verandasında oturur, gelip geçen arabaların plaka numaralarını kaydederlerdi. Karanlık çöktüğünde o ve Bob içeri girer, *Omaha*

World-Herald'ı açıp yere serer ve her harfin gazetede kaç kez geçtiğini sayarlardı. Daha sonra sanki çok gizli bir bilgiymiş gibi bu sayıları defterlerine sıra sıra yazarlardı.

Genç Buffett'ın en değerli oyuncaklarından biri, tuhaf ama son derece sevimli yeğenine oldukça düşkün ve ona karşı konulmaz bir teklifte bulunan Alice Teyzesinden gelmişti: Kuşkonmaz yemeyi kabul ederse ona bir kronometre verecekti. Bu hassas sayma makinesi Buffett'ı büyülemişti ve onu misket yarışları gibi sayısız çocuk oyununda kullandı. İki kız kardeşini banyoya çağırır, küveti suyla doldurur ve sonra misketlerini bir uçtan bırakmalarını söylerdi. Küvetin eğimli şeklini kullanarak misketini drenaj tapasına ilk ulaştıran kazanırdı. Buffett elinde kronometreyle hazır bekler, her oyunun süresini tutar ve kaydederdi.

Ancak altı yaşındaki Buffett'ı rakamların yanı sıra paraya da düşkün hale getiren, Alice Teyzesinin ikinci armağanı olmuştu. Noel günü Buffett hediye paketini açtı ve zamanla en değerli varlığı haline gelecek olan nikel kaplı bozuk para makinesi kemerine bağladı. Hızla onu kullanmanın birçok yolunu buldu. Evlerinin önüne bir masa attı ve gelene geçene Chiclets sattı. Kapı kapı dolaşarak paket paket sakız ve gazoz sattı. Büyükbabasının marketinden 25 sente altılı paketler halinde Coca-Cola alır ve her bir şişeyi 5 sente satardı: Yatırım getiri oranı % 20. Ayrıca kapı kapı dolaşır, *Saturday Evening Post* ve *Liberty* gazetelerini satardı. Her hafta sonu yerel futbol maçlarında patlamış mısır ve fıstık satardı. Bozuk para makinesi da bütün bu girişimleri sırasında hep yanındaydı. Dolarları alıyor, bozuk paraları veriyordu.[8]

Şimdi cennet gibi gelen bu çocukluk dönemi, Buffett'ın babası bir gece eve gelip çalıştığı bankanın kapandığını söylediğinde aniden değişti. Babası hem işini hem de birikimlerini kaybetmişti. Büyük Buhran nihayet Omaha'ya kadar ulaşmıştı. Buffett'ın bakkal dükkânı sahibi büyükbabası, ailesine destek olmak için Howard'a para verdi.

Neyse ki bu umutsuz dönem uzun sürmedi. Howard Buffett kısa süre sonra toparlandı ve yeniden ayağa kalktı. Farnam Caddesi'ndeki Union State binasında Buffett, Sklenicka & Company'yi açtı. Günün birinde Buffett da aynı caddede bir ev alacak ve kendi yatırım ortaklığını kuracaktı.

Büyük Buhran, her ne kadar Buffett'ın ailesi kısa süre için etkilemiş olsa da, üzerlerinde büyük etkiler bırakmıştı. Ayrıca genç Warren üzerinde de derin iz bırakmıştı. Roger Lowenstein, *Buffett: Bir Amerikan Kapitalistinin Yükselişi* kitabında, "O zor yıllardan çok, çok, çok zengin olma yolunda mutlak bir dürtüyle çıktı," diye yazmıştı. "Bunu ilk düşündüğünde henüz beş yaşına gelmemişti. Ve o zamandan beri de düşünmeyi neredeyse hiç bırakmadı."[9]

Buffett on yaşına geldiğinde babası onu New York'a götürdü. Howard'ın tüm çocuklarına verdiği bir doğum günü hediyesiydi bu. Buffett, "Babama üç şey görmek istediğimi söyledim," diyordu. "Scott Pul ve Sikke Şirketi'ni, Lionel Tren Şirketi'ni, bir de New York Borsası'nı görmek istedim."[10] Trenle bir gecelik yolculuktan sonra Buffett ve babası, borsanın bir üyesi olan At Mol ile tanışacakları Wall Street'e doğru yola çıktılar. Buffett, "Öğle yemeğinden sonra, üzerinde farklı türde tütün yaprakları olan bir tepsiyle bir adam geldi," diye anlatıyordu. "İstediği yaprakları seçen Bay Mol için adam bir puro sardı. O an, 'İşte budur,' dedim. 'Bundan daha iyi olamaz. Özel yapım bir puro'."[11]

Daha sonra Howard Buffett, oğlunu Goldman Sachs'ın kıdemli ortağı Sidney Weinberg ile tanıştırdı; o tarihlerde Wall Street'teki en ünlü adam kabul edilirdi. Weinberg'ün ofisindeyken Buffet duvardaki fotoğraflar ve belgeler karşısında büyülenmişti. Ünlü kişiler tarafından yazılmış oldukları için çerçevelendiklerini çok iyi bildiği orijinal mektupları tek tek belleğine aldı. Howard ve Sidney güncel mali konular hakkında konuşurlarken, Buffett bunlardan habersiz, Weinberg'ün

ofisinde dolanarak, sergilenen şeylere bakıyordu. Gitme zamanı geldiğinde Sidney Weinberg kolunu Buffett'ın omzuna attı ve şaka yollu hangi hisse senedini beğendiğini sordu. Buffett, "O ertesi gün her şeyi unutmuştur ama ben sonsuza dek hatırlayacağım," diyerek anımsıyordu.[12]

Buffett, New York'a gitmeden önce de hisse senetleri ve borsa ile ilgileniyordu. Tıpkı Sidney Weinberg'ün ofisinde olduğu gibi, duvarda asılı duran hisse senedi ve tahvil sertifikalarına bakmak üzere babasının aracılık ofisine sık sık gelir giderdi. Genellikle iki kat aşağıdaki Harris Upham aracılık firmasına da uğrardı. Brokerlerin çoğu, soru sormaktan asla vazgeçmeyen bu bela çocuğa bayılırdı. Zaman zaman genç Warren'ın, hisse senedi fiyatlarını tahtaya yazmasına izin veriyorlardı.

Borsanın iki saatliğine açık olduğu cumartesi sabahları Buffett, büyük amcası Frank Buffett ve büyük dayısı John Barber ile aracılık ofisinde takılırdı. Buffett'a göre Frank Amca daimi bir ayı, John Dayı ise iyimser bir boğaydı. Her ikisi de Buffett'ın karşısında dünyanın nasıl değişeceğine dair hikâyelerini yarıştırırdı. Bu arada Buffett, sürekli değişen hisse senedi fiyatlarını anlamaya çalışarak, Trans-Lux hisse senedi takip şeridine bakardı. Her hafta sonu "Barron's"ta "Trader" köşesini okurdu. Babasının kitaplığındaki tüm kitapları bitirince yerel kütüphanedeki tüm yatırım kitaplarını da tüketmişti. Kısa süre sonra, gözleri önünde parıldayan sayısal kalıpları anlamaya çalışarak hisse senedi çizelgelerini kendisi çizmeye başladı.

Buffett on bir yaşında ilk hisse senedini alacağını söylediğinde kimse şaşırmadı. Ancak ailesine soda, fıstık ve dergi satarak biriktirdiği 120 dolarla yatırım yapmak istediğini söyleyince şoke oldular. Babasının en sevdiği hisse senetlerinden biri olan Cities Service Preferred'i seçti ve kız kardeşi Doris'i de ortak olmaya ikna etti. Her biri 114,75 dolarlık bir yatırım

karşılığında üç hisse satın aldı. Buffett fiyat grafiği üzerinde çalışmıştı; kendinden emindi.

O yaz borsa düştü ve haziran ayında yılın en düşük seviyesine geriledi. İki küçük Buffett, hisse senetlerinin % 30 düştüğüne şahit oldular. Doris'in, kayıpları konusunda Warren'ın başının etini yemediği bir günleri bile geçmiyordu; bu yüzden Cities Service Preferred hisse başına 40 dolara ulaştığında, varlıklarını 5 dolar kâr ile sattı.

Kısa süre sonra Cities Service Preferred hisse başına 202 dolara yükselince Buffett çok üzüldü. Buffett, komisyonlar düşüldükten sonra 492 doların üzerinde bir kârdan olduğunu hesapladı. 120 doları biriktirmesi beş yıl sürmüştü. Bu da yirmi yıllık kazancın ellerinden kayıp gittiği anlamına geliyordu. Acı verici ama nihayetinde bu, değerli bir dersti. Buffett, ilk olarak, hisse senedi için ödediği paranın asla etkisinde kalmayacağına ve ikinci olarak, küçük kârlarla yetinmeyeceğine yemin etti. Buffett on bir yaşındaki aklıyla, yatırımdaki en önemli ilkelerden birini, sabırlı olmayı öğrenmişti. (Bu önemli nitelik üzerinde 7. Bölüm'de daha ayrıntılı duracağız.)

1942'de Buffett on iki yaşındayken babası ABD Meclisi'ne seçildi ve aileyi Washington'a taşıdı. Değişim genç Warren için zordu. Fena halde memleket hasretiyle yanan Warren'ın, büyükbabası ve Alice Teyzesi ile yaşamak üzere bir yıllığına Omaha'ya dönmesine izin verildi. Ertesi yıl, 1943'te, Warren Washington'a bir şans daha verdi.

Ofislerinde vakit geçirebileceği dost canlısı bir aracı kurum bulamayınca Buffett'ın ilgisi yavaş yavaş borsadan uzaklaşarak girişimciliğe kaydı. On üç yaşındayken *Washington Post* ve *Washington Times-Herald* gazetelerinin dağıtımına başladı. Woodrow Wilson Lisesi'nde, Buffett'ın para kazanma hevesinden çabucak etkilenen Don Danly ile arkadaş oldu. İkili, birikimlerini bir araya getirdi ve 25 dolara, yeni-

lenmiş tilt oyun makineleri satın aldılar. Buffett yerel bir berberi, kârın yarısı karşılığında dükkânına bir makine koymaya ikna etti. İlk işgününün sonunda ilk makinelerinden 4 dolar çıktı. Wilson Jetonlu Makine Şirketi makine sayısını yediye çıkardı ve kısa süre sonra Buffett haftada 50 dolar kazanmaya başladı.

Buffett liseden mezun olduğunda çeşitli işlerden elde ettiği birikim 9.000 doları bulmuştu. İş girişimlerine engel olacağını öne sürerek üniversiteye gitmek için hiçbir neden görmediğini açıkladı. Babası bunu kabul etmedi ve sonbaharda Buffett kendini Pennsylvania Üniversitesi'ne bağlı Wharton İşletme ve Finans Okulu'nda buldu. Wharton'ın "işletme ve finans" olan tabelasına rağmen Buffett üniversiteden etkilenmemişti. "Beni hiç heyecanlandırmadı," diye itiraf etmişti, "pek bir şey öğreniyormuşum gibi görünmüyordu."[13] Wharton müfredatı iş dünyasının teorik yönlerine eğiliyordu; oysa Buffett'ı ilgilendiren, işletmenin pratik yönleri, para kazanmaya dair şeylerdi. Wharton'da 1947–1949 yılları arasında iki yıl geçirdikten sonra Nebraska Üniversitesi'ne transfer oldu. Bir yılda on dört ders alarak 1950 yılında mezun oldu. Henüz yirmi yaşına basmamıştı.

Omaha'ya döndüğünde Buffett borsa ile bağlantısını yeniden canlandırdı. Komisyonculardan sıcak ipuçları toplamaya başladı ve yayıncılık hizmetlerine abone oldu. Fiyat çizelgelerini yeniden canlandırdı ve teknik analiz üzerine kitaplar okudu. McGee nokta ve şekil sistemini ve aklına gelen diğer tüm sistemleri uygulayarak neyin işe yarayacağını anlamaya çalıştı. Sonra bir gün yerel kütüphanedeki kitaplara göz atarken, Benjamin Graham tarafından yazılmış *Akıllı Yatırımcı* adında yeni yayımlanmış bir kitaba rastladı. "O an sanki bir ışık gördüm," diyor Buffett.[14] Graham'ın yatırım konusundaki tezleri ve David Dodd ile birlikte yazdığı *Menkul Kıymetler Analizi* (1934) Buffett'ı o kadar etkilemiş-

ti ki Omaha'dan ayrıldı ve Columbia Üniversitesi İşletme Fakültesi'nde Graham'ın öğrencisi olmak üzere New York'a gitti. Graham bir şirketin gerçek değerini anlamanın önemini savunuyordu. Bu değeri doğru hesaplayan ve bu fiyatın altında hisse satın alan yatırımcıların piyasada kâr edebileceğine inanıyordu. Bu matematiksel yaklaşım Buffett'ın sayılara olan tutkusuna da hitap ediyordu.

Graham'ın sınıfında yirmi öğrenci vardı. Birçoğu Buffett'tan daha büyüktü ve bazıları Wall Street'te çalışıyordu. Bu Wall Street profesyonelleri akşam Graham'ın sınıfında oturup hangi hisse senetlerinin değerinin büyük ölçüde altında olduğunu tartışıyor ve ertesi gün işe gidip bir önceki gece analiz ettikleri hisse senetlerini alarak para kazanıyorlardı.

Kısa süre sonra Buffett'ın en parlak öğrenci olduğu herkes tarafından anlaşıldı. Graham daha sorusunu bitirmeden yanıtlamak için elini kaldırırdı. Daha sonra Rick Cuniff ile birlikte Sequoia Fonu'nu kuracak olan Bill Ruane de aynı sınıftaydı. Buffett, Graham ile aralarındaki kimyanın çok iyi olduğunu, sınıfın geri kalanının sadece derslere dinleyici olarak katıldığını anımsıyor.[15] Buffett dersten A+ ile geçti. Graham yirmi iki yıllık öğretmenlik hayatında ilk defa A+ vermişti.

Columbia'dan mezun olduktan sonra Buffett, Graham'dan iş istedi ancak bu talebi geri çevrildi. İlk başta reddedilmek ona çok ağır gelmişti ancak daha sonra firmanın Graham-Newman'daki boş pozisyonları Wall Street'te adaletsiz muamele gören Yahudi analistlerle doldurmayı tercih ettiği söylendi. Buffett, yılmadan Omaha'ya döndü ve burada babasının komisyonculuk şirketi Buffett-Falk Company'de çalışmaya başladı. Hevesle kollarını sıvadı ve müşterilere Graham'ın değer kriterlerini karşılayan hisse senetlerini önermeye başladı. Bu arada Graham'la iletişim halinde kaldı

ve ona sürekli hisse senetleri konusunda ardı ardına fikirlerini gönderdi. Daha sonra, 1954'te Graham iyi bir haber için aradı: Dini engel ortadan kalkmıştı ve hâlâ ilgileniyorsa Graham-Newman'da boş bir koltuk vardı. Buffett, New York'a giden ilk uçağa atladı.

Graham-Newman'da çalıştığı süre boyunca Buffett, akıl hocasının yatırım yaklaşımına tamamen hâkim oldu. Graham, Buffett'ın yanı sıra Walter Schloss, Tom Knapp ve Bill Ruane'i de işe almıştı. Schloss, WJS Ltd.'de para yönetmeye devam etti. Yirmi sekiz yıl süren bir ortaklık doğmuştu. Princeton'da kimya okuyan Knapp, Tweedy, Browne Partners'ın kurucu ortağı oldu. Ruane, Sequoia Fonu'nun kurucu ortağı oldu.

Buffett için Graham, bir öğretmenden çok daha fazlasıydı. Roger Lowenstein, "Harikulade ama korkunç bir şehir gibi olan borsayı güvenilir bir haritaya kavuşturan, Graham oldu," diye yazmıştı. "Önceden kumara benzeyen sahte bir bilim olan hisse senedi seçimi işini metodolojik bir temele oturttu."[16] Cities Service Preferred'in hisselerini ilk satın aldığı on bir yaşından beri Buffett, hayatının yarısını borsadaki gizemleri inceleyerek geçirmişti. Artık cevapları vardı. *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life* kitabının yazarı Alice Schroeder, "Gerçeği ilk kez algıladığında Warren'ın tepkisi, tüm hayatı boyunca yaşadığı mağaradan çıkan ve güneş ışığında gözlerini kırpıştıran bir adamın tepkisi oldu," diye yazdı. Schroeder'e göre, Buffett'ın kafasındaki hisse senedi kavramı, alınıp satılan ve üzerinde fiyat örüntüleri oluşan kâğıt parçalarından ibaretti. Şimdi o kâğıt parçalarının aslında temelde yatan bir başka gerçeğin sembolleri olduğunu görmüştü.[17]

1956'da, Buffett geldikten iki yıl sonra Graham-Newman dağıldı ve o sırada altmış bir yaşında olan Graham emekli olmaya karar verdi. Buffett bir kez daha Omaha'ya döndü.

Graham'dan edindiği bilgiler, ailesinin ve arkadaşlarının mali desteğiyle, sınırlı bir yatırım ortaklığı kurdu. Yirmi beş yaşındaydı.

Buffett Ortaklığı

Buffett Ortaklığı, toplam sermayeleri 105 bin dolar olan yedi ortakla kuruldu. Sınırsız sorumluluk sahibi ortak Buffett, 100 dolar koymuştu. Sınırlı ortaklar, yatırımlarından yıllık % 6 ve bunun üzerindeki kârın % 75'ini aldılar; Buffett da kalan % 25'i kazandı. Ancak ortaklığın hedefi göreceliydi, mutlak değil. Buffett, ortaklarına hedefinin Dow Jones Sanayi Ortalamasından yüzdelik olarak 10 puan daha yüksek getiri sağlamak olduğunu söylemişti.

Buffett, ortaklarına, "Yatırımlarımızı popülerlik değil, değer temelinde seçeceğiz," ve ortaklığın, "uzun vadeli sermaye kaybını (kısa vadeli kotasyon kaybını değil) minimuma indirmeye çalışacağız," vaatlerinde bulunmuştu.[18] Ortaklık, ilk etapta, Graham'ın katı kriterlerine göre düşük değerli hisse senetleri satın aldı. Buna ek olarak Buffett, risksiz bir kâr elde etmek için, birleşen iki şirketin hisse senetlerinin aynı anda alınıp satıldığı bir strateji olan Birleşme Arbitrajına da girişti.

Bu sırada Buffett ortaklığı inanılmaz rakamlar yayınlıyordu. Dow'un % 75 yükseldiği ilk beş yılda (1957–1961), ortaklık % 251 (sınırlı ortaklar için % 181) kazandı. Buffett, Dow'u söz verdiği gibi 10 puanla değil, ortalama 35 puanla geçiyordu.

Buffett'ın itibarı ve tanınırlığı arttıkça, daha fazla insan paralarını yönetmesi için ona getirmeye başladı. Daha fazla yatırımcı geldikçe daha fazla ortaklık kuruldu ve nihayet Buffett, 1962'de her şeyi tek bir ortaklık halinde yeniden düzenlemeye karar verdi. O yıl Buffett ortaklık ofisini evinden alıp, bugünkü yerine, Omaha'daki Kiewit Plaza'ya taşıdı. Er-

tesi yıl, Buffett en ünlü yatırımlarından birini yaptı ve zaten yükselişte olan itibarını daha da artırdı.

Tino De Angelis yönetimindeki Allied Ham Bitkisel Yağ Şirketi'nin salata yağı envanterine dayanarak kredi alabileceğini keşfedince 1960'ların en berbat kurumsal skandallarından biri meydana geldi. De Angelis yağın su üzerinde yüzdüğü basit gerçeğini kullanarak oyuna hile karıştırmıştı. New Jersey'de bir rafineri kurdu, soya yağı depolamak üzere 139 adet beş katlı depolama tankı koydu; sonra tankları, üzerlerinde sadece birkaç fit yağ kalacak şekilde suyla doldurdu. Müfettişler envanteri doğrulamak için geldiklerinde Allied çalışanları tankların tepesine tırmanıyor, bir ölçüm çubuğu daldırıyor ve aşağıdaki müfettişlere yalan yanlış sayılar söylüyorlardı. Skandal patlayınca Bank of America, Bank Leumi, American Express ve diğer uluslararası ticaret şirketlerinin düzmece işlere 150 milyon doların üzerinde destek sağladığı öğrenildi.

American Express, Salata Yağı Skandalı olarak bilinen olayın en büyük kurbanlarından biriydi. Şirket 58 milyon dolar kaybetti ve hisse fiyatı % 50'den fazla düştü. Buffett, Ben Graham'dan bir tek şey öğrendiyse o da şuydu: Güçlü bir şirketin hisseleri gerçek değerinin altında satılıyorsa hemen harekete geç.

Buffett 58 milyon dolarlık zararın farkındaydı ancak bilmediği şey, müşterilerin skandalı nasıl gördüğüydü. Bu nedenle bir süre Omaha restoranlarının yazarkasalarında takıldı ve ünlü yeşil American Express kartının kullanımında herhangi bir azalma olmadığını keşfetti. Ayrıca bölgedeki birkaç bankayı ziyaret etti ve mali skandalın American Express Seyahat Çekleri'nin satışı üzerinde hiçbir etkisi olmadığını öğrendi.

Buffett ofisine döner dönmez American Express hisselerine 13 milyon dolar yatırım yaptı. Bu, ortaklığın toplam

varlıklarının tam % 25'i demekti. Ama iki yıl içinde hisseler üç katına çıktı ve ortaklar 20 milyon dolarlık kâr elde ettiler. Bu tam bir Graham işi ve tam bir Buffett işiydi.

Başlangıçta Buffett, ortaklığı değeri düşük menkul kıymetler alımıyla ve birtakım Birleşme Arbitraj duyurularıyla sınırladı. Ancak beşinci yılında, çiftlik ekipmanları üreten Dempster Mill Manufacturing Company ile ilk çoğunluk hissesini aldı. Bunun ardından Berkshire Hathaway adında New England merkezli, ekonomik olarak zor durumdaki bir tekstil şirketinin hisselerini satın almaya başladı ve 1965'te firmanın kontrolünü ele geçirdi.

***

Dönüm noktası, diferansiyel analizde çizgi üzerinde eğriliğin artıdan eksiye veya eksiden artıya değiştiği noktaya denir. Dönüm noktaları şirketlerde, endüstrilerde, ekonomilerde, jeopolitik durumlarda ve bireylerin yaşamlarında da meydana gelebilir. Ben 1960'ların, Buffett'ın dönüm noktası olduğuna inanıyorum. İşte bu dönemde yatırımcı Buffett, iş insanı Buffett'a dönüştü. Aynı zamanda bu, piyasanın da dönüm noktasına ulaştığı bir dönemdi. 1956'dan beri Graham'ın ana hatlarıyla belirlediği ve Buffett'ın kullandığı değerleme stratejisi borsaya hâkim olmuştu. Ancak 1960'ların ortalarında yeni bir dönem başlıyordu. Bu döneme "Go-Go" yılları dendi. "Go-Go", büyüyen senetlerin adıydı. Piyasayı açgözlülüğün yönlendirmeye başladığı ve yüksek performanslı hisse senetlerinin peşinde hızla para kazanılıp kaybedildiği bir dönemdi.[19]

Pazar psikolojisindeki köklü değişime rağmen Buffett Ortaklığı olağanüstü sonuçlar almaya devam ediyordu. 1966'nın sonunda ortaklık % 1.156 (sınırlı ortaklar için % 704) kazandı ve aynı dönemde % 123 artış gösteren Dow'u açık ara mağlup etti. Yine de Buffett giderek daha tedirgin oluyordu. Piyasa,

Graham'ın belirlediği ilkelere göre dans ediyordu etmesine ama borsada çalınmaya başlayan yeni müzik Buffett için pek bir anlam ifade etmiyordu.

1969'da Buffett, yatırım ortaklığını sona erdirmeye karar verdi. Piyasa oldukça spekülatifti ve değerli hisseler giderek azalıyordu. 1960'ların sonlarında, borsaya yüksek fiyatlı hisse senetleri hâkim olmuştu. Her yatırımcının dilinde 50 Havalı Hisse [Nifty Fifty] vardı. Avon, Polaroid ve Xerox gibi hisse senetleri 50 ila 100 kat kazançla işlem görüyordu. Buffett, ortaklarına mevcut piyasa ortamına ayak uyduramadığını itiraf eden bir mektup gönderdi. "Ancak bir noktada netim," diyordu. "Mantığını iyi bildiğim eski bir yaklaşımı, uygulaması zor da olsa, büyük ve kolay kârlardan vazgeçmek anlamına da gelse terk etmeyecek, onun yerine tam olarak anlamadığım, başarılı bir şekilde uygulayamayacağım ve muhtemelen önemli ölçüde kalıcı sermaye kaybına yol açabilecek bir yaklaşımı benimsemeyeceğim."[20]

Ortaklığın başlangıcında Buffett, Dow'un her yıl ortalama 10 puan üzerinde getiri sağlamayı hedeflemişti. 1957 ile 1969 arasında Dow'u yılda 10 puan değil, 22 puanla geçerek yaptı bunu! Ortaklık dağılınca yatırımcılar paylarını aldılar. Bazıları belediye tahvilleri konusunda eğitim aldı, bazıları başka yatırım yöneticilerine yöneldi. Buffett'ın önerdiği tek kişi, Columbia'daki eski sınıf arkadaşı Bill Ruane'di. Ruane, bazı ortakların parasını yönetmeyi kabul etti ve böylece Sequoia Fonu doğdu. Buffett da dahil olmak üzere ortaklığın diğer üyeleri, Berkshire Hathaway hisselerinden paylarını aldılar. Buffett'ın ortaklıktaki payı 25 milyon dolara yükselmişti ki bu, Berkshire Hathaway'in kontrolünü elinde tutmak için yeterliydi.

Buffett ortaklığı feshettiğinde birçok kişi "para babası"nın iyi günlerinin geride kaldığını düşünüyordu. Oysa her şey daha yeni başlıyordu.

Berkshire Hathaway

Asıl şirket, Berkshire Cotton Manufacturing, 1889'da kurulmuştu. Kırk yıl sonra Berkshire, operasyonlarını diğer birkaç tekstil fabrikasıyla birleştirmiş ve sonuç olarak New England'ın en büyük sanayi şirketlerinden biri olmuştu. Bu dönemde Berkshire, ülkenin pamuk ihtiyacının yaklaşık % 25'ini üretiyor ve New England'ın elektriğinin % 1'ini tüketiyordu. 1955'te Berkshire, Hathaway Manufacturing ile birleşti ve bunu müteakip adı Berkshire Hathaway olarak değişti.

Ne yazık ki birleşmeyi takip eden yıllar iç açıcı değildi. On yıldan daha kısa bir sürede özkaynakları yarı yarıya düşmüş ve operasyonlardan kaynaklanan zararları 10 milyon doları aşmıştı. Bundan sonraki yirmi yıl boyunca Buffett, tekstil grubunun başındaki Ken Chace ile birlikte New England'daki tekstil fabrikalarını kurtarabilmek için yoğun bir şekilde çalıştı. Sonuçlar umut kırıcıydı. Özkaynak getirileri çift hanelere zar zor ulaşıyordu.

1970'lerde, Berkshire Hathaway'in hissedarları tekstil yatırımını sürdürmenin mantığını sorgulamaya başladılar. Buffett yaşanan zorlukları gizlemeye çalışmadı ve değişik vesilelerle düşüncelerini açıkladı: Tekstil fabrikaları bölgedeki en büyük işverendi. İşgücü, başka alanlara geçmeleri nispeten zor, yaşlı insanlardan oluşuyordu. Yönetim coşkuyla çalışıyordu. Sendikalar makul davranıyordu ve daha önemlisi, Buffett tekstil işinden kâr edilebileceğine inanıyordu.

Ancak tekstil grubunun, az bir miktardaki sermaye harcamalarına karşılık pozitif getiri elde etmesini beklediğini de açıkça belirtti. Buffett, "Sırf kurumsal getirilerimize belli belirsiz artış sağlamak için, normalin altında kârlılığa sahip diye bir işyerini kapatmayacağım," dedi. "Ayrıca son derece kârlı bir şirketin bile, bitmeyen kayıplara neden olacak bir operasyonu finanse etmesinin doğru olmadığını düşünüyo-

rum. İlk önermeme Adam Smith, ikinci önermeme de Karl Marx karşı çıkardı. Orta yol bizim için en iyisi olacaktır," diye açıkladı.[11]

Berkshire Hathaway 1980'lere girerken Buffett bazı gerçeklerle yüzleşmeye başlamıştı. Birincisi, tekstil işi, doğası gereği özkaynaklarla yüksek getiri elde etmeyi olanaksız kılıyordu. Tekstil ürünleri emtiadır ve tanımı gereği emtianın, rakip firma ürünleri karşısında öne çıkması çok zordur. Ucuz işgücü kullanan yabancı rakipler, kâr marjlarını daraltıyordu. İkincisi, rekabetçi kalabilmek için tekstil fabrikalarının önemli ölçüde sermaye iyileştirmeleri gerekiyordu; enflasyonun söz konusu olduğu bir ortamda endişe verici bu durum, işlerin durgun olması halinde felaket anlamına geliyordu.

Buffett zor bir seçimle karşı karşıyaydı. Rekabetçi kalabilmek için tekstil bölümüne büyük sermaye aktarımları yaparsa, Berkshire genişleyen sermaye tabanına karşın düşük getirilerle yetinmek durumuna düşecekti. Yeniden yatırım yapmazsa Berkshire tekstil fabrikalarının diğer yerli tekstil üreticileriyle rekabet şansı azalacaktı. Berkshire yeniden yatırım yapmış olsun ya da olmasın, yabancı rakiplerin daha ucuz işgücü istihdam etme avantajları devam edecekti.

1980 yılına gelindiğinde, yıllık rapora göre tekstil grubunun geleceğinden pek umut yoktu. O yıl grup, Başkan'ın Mektubu'ndaki prestijli konumunu kaybetmişti. Ertesi yıl mektupta tekstil grubundan hiç bahsedilmedi. Sonra Temmuz 1985'te Buffett, tekstil grubunun defterini kaçınılmaz olarak kapattı ve böylece yaklaşık yüz yıl önce başlamış bir işi bitirdi.

Tekstil grubunda yaşanan talihsizliklere rağmen deneyim tam bir başarısızlık değildi. İlk olarak Buffett, kritik durumdaki şirketler hakkında değerli bir ders aldı: Nadiren kurtulurlar. İkincisi, tekstil grubu önceki yıllarda bir sigorta şir-

keti satın almaya yetecek kadar sermaye üretmişti ki bunun hikâyesi çok daha parlak olacaktı.

Sigorta Operasyonları

Mart 1967'de Berkshire Hathaway, Omaha merkezli iki sigorta şirketinin (National Indemnity Company ve National Fire & Marine Insurance Company) dolaşımdaki hisselerini 8,6 milyon dolara satın aldı. Berkshire Hathaway'in olağanüstü başarı öyküsü böyle başladı.

Bu olağanüstü başarıyı iyi anlayabilmek için, öncelikle bir sigorta şirketine sahip olmanın ne anlama geldiğini bilmek gerekir. Sigorta şirketleri bazen iyi bazen kötü yatırımlardır. Bununla birlikte, her zaman harika bir yatırım *aracıdırlar*. Poliçe sahipleri prim ödeyerek sürekli bir nakit akışı sağlarken, sigorta şirketleri bu paraları talep edilinceye kadar yatırımda kullanır. Paranın ne zaman lazım olacağı bilinmediği için, sigorta şirketleri öncelikle kısa vadeli sabit getirili menkul kıymetler, daha uzun vadeli tahviller ve hisse senetleri olmak üzere likit menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih ederler. Bu sayede Warren Buffett, yalnızca mütevazı ama sağlıklı iki şirketi değil, aynı zamanda yatırımları yönetmek için son derece sağlam bir aracı da satın almış oldu.

1967 yılında, iki sigorta şirketinin 24,7 milyon dolardan fazla bir tahvil portföyü ve 7,2 milyon dolarlık bir hisse senedi portföyü vardı. İki yılda toplam portföy 42 milyon dolara yaklaştı. Bu, Buffett gibi tecrübeli bir hisse senedi toplayıcısı için güzel bir portföydü. Tekstil şirketinin menkul kıymetler portföyünü yönetirken başarısı sınırlı kalmıştı. Buffett 1965'te Berkshire'ın kontrolünü ele geçirdiğinde, şirketin 2,9 milyon dolarlık satılabilir menkul kıymeti vardı. İlk yılın sonunda Buffett menkul kıymetler hesabını 5,4 milyon dolara çıkardı. 1967'de, yatırımdan elde edilen dolar getirisi, adi

hisse senedi portföyünün on katı özsermaye tabanına sahip olan tüm tekstil bölümünün getirisinin üç katıydı.

Buffett tekstil işinden çıkıp sigorta işine girdiğinde bir emtiayı diğeriyle takas ettiği düşünülmüştü. Sigorta şirketleri de tekstilden çok farkı olmayan bir ürün satarlar. Sigorta poliçeleri standarttır ve benzerlerini herkes yapabilir. Birini diğerinden ayıran ticari markalar, patentler, konum avantajları veya hammaddeler yoktur. Lisans almak kolaydır ve sigorta oranları açıktır. Bir sigorta şirketinin en ayırt edici özelliği, büyük oranda, çalışanlarıdır. Bireysel olarak yöneticilerin çalışmaları, sigorta şirketlerinin performansları üzerinde muazzam etkiye sahiptir. Yıllar içinde Buffett, Berkshire sigorta grubuna başka sigorta şirketleri de ekledi. Maharetli reklam kampanyası sayesinde artık iyi tanınan önemli bir eklenti, GEICO'dur. 1991'de Berkshire Hathaway, GEICO'nun tedavüldeki adi hisselerinin neredeyse yarısına sahipti. Takip eden üç yıl boyunca şirketin etkileyici performansı artmaya devam ederken, Buffett'ın ilgisi de o oranda arttı. 1994'te Berkshire, şirketin % 51'ine sahip olduğunu açıkladı ve GEICO'nun Berkshire ailesine katılması ciddi tartışmalara yol açtı. İki yıl sonra Buffett 2,3 milyar dolarlık bir çek yazdı ve GEICO'nun tamamına sahip oldu.

Buffett'ın işi bitmemişti. 1998 yılında, General Re adlı bir reasürans şirketini satın almak üzere, GEICO'nun kalan hisselerini satın almak için harcadığı miktarın 7 katını Berkshire Hathaway'in yaklaşık 16 milyar dolar ederindeki hisseleriyle ödedi. O tarihe kadar yaptığı en büyük alım buydu.

Buffett yıllar içinde yeni sigorta şirketleri satın almaya devam etti ancak yaptığı en akıllıca yatırım, hiç kuşkusuz, bir insana oldu. Berkshire Hathaway Reasürans Grubu'nun başına geçmek üzere Ajit Jain'i saflarına kattı. 1951 doğumlu Ajit, prestijli Hindistan Teknoloji Enstitüsü'nde mühendis-

lik eğitimi almıştı. Üç yıl IBM için çalışmış, ardından işletme eğitimi almak için Harvard'a kaydolmuştu.

Ajit'in hiçbir sigortacılık geçmişi olmamasına rağmen Buffett ondaki yeteneği hemen fark etmişti. Ajit 1985'te işe başladığı günden itibaren, yirmi yıl gibi bir sürede Reasürans Grubu'nun güvence değerini (prim olarak alınıp zarar ödemede kullanılmayan miktar) 34 milyar dolara yükseltti. Buffett'a göre Ajit, "Başka hiç kimsenin üstlenmek istemeyeceği ya da üstlenecek para bulamadığı riskleri sigortalıyor. Operasyonlarıyla kapasiteyi, hızı, kesinliği ve en önemlisi beyinleri sigortacılık sektöründe en iyi şekilde birleştiriyor."[22] Buffett ve Ajit'in sohbet etmediği bir gün bile yoktur. Ajit'in değeri hakkında fikir vermesi için Buffett, 2009 Berkshire yıllık raporunda, "Eğer Charlie, ben ve Ajit batmakta olan bir teknede kalırsak ve sadece birimizi kurtarabilecekseniz Ajit'e doğru yüzün," diye yazmıştır.

Buffett ve Şirketi

Warren Buffett'ı anlatmak kolay değildir. Fiziksel olarak, kurumsal bir devden çok tonton bir dedeye benzer. Entelektüel açıdan dâhi kabul edilir ancak insanlarla ilişkisi hiç karmaşık değildir. O basit, açıksözlü, içten ve dürüst biridir. Sofistike keskin zekâsının yanı sıra çılgın bir espri anlayışına da sahiptir. Mantıklı şeylere derin saygı duyar ve ahmaklıktan hiç hoşlanmaz. Basit olanı benimser ve karmaşık olandan kaçınır.

İnsan, yıllık raporlarını okurken Buffett'ın İncil'den, John Maynard Keynes'den veya Mae West'ten ne kadar rahat alıntı yaptığına şaşıp kalıyor. Kelimenin tam manasıyla *okuma*dan bahsediyorum. Çünkü bütün raporlar 60 ila 70 sayfalık resimsiz, renksiz, tablosuz, çizelgesiz, yoğun bilgiden oluşur. Birinci sayfadan sonuna kadar disiplin içinde, kesintisiz

devam edenler parasal zekânın, samimi mizahın ve sözünü esirgemeyen dürüstlüğün ölçülü dozuyla ödüllendirilirler. Buffett raporlarını samimiyetle kaleme alır. Artıları ve eksileriyle Berkshire'ın bütün işlerini ortaya koyar. Berkshire Hathaway'de hisse sahibi kişilerin şirketin de sahibi olduklarına inanır ve onlara, onların yerinde olsa duymak isteyeceği her şeyi anlatır.

Buffett'ın yönettiği şirket, kişiliğinin, yatırım felsefesiyle sıkı sıkıya bağlı iş felsefesinin ve kendine özgü tarzının vücut bulmuş halidir. Berkshire Hathaway, Inc. karmaşıktır ancak karışık değildir. Sadece iki ana kısımdan oluşur: sigorta dışı işler ile sigorta şirketlerinin güvence sermayelerinden oluşan hisse senedi portföyü ve faaliyeti devam eden işler. Buradan bakıldığında, Warren Buffett'ın doğrudan satın almayı düşündüğü işletmelere, hisse senetlerini satın almak için değerlendirdiği bir işletmeye veya kendi şirketinin yönetimine ilişkin ayakları yere basan bakış açısını görmek mümkündür.

Bugün Berkshire Hathaway üç ana gruba ayrılmıştır: Sigorta Operasyonları; Mid American Energy ve Burlington Northern Santa Fe demiryolları da dahil olmak üzere Düzenlenmiş Sermaye Yoğun İşletmeler ve lolipop şekerden jet uçaklara kadar çeşitli ürünlerin üretim, hizmet ve perakendecilik operasyonları. 1988'de iş insanı Buffett'ın kazandığı 399 milyon dolara karşılık, bütün bu iş kollarının 2012'de Berkshire Hathaway'e kazandırdığı para 10,8 milyar dolardır. 2012 yılı sonunda Berkshire Hathaway'in yatırım portföyünün piyasa değeri 49,8 milyar dolarlık maliyet esasına karşın 87,6 milyar dolar oldu. Yirmi beş yıl önce, 1988'de yatırımcı Buffett 1,3 milyar dolarlık maliyet esasına karşın 3 milyar dolar değerinde bir portföye sahipti.

Buffett'ın Berkshire Hathaway'in yönetimini ele aldığı 1965 yılından itibaren geçen kırk sekiz yıl içinde, şirketin defter değeri, hisse başına 19 dolardan 114.214 dolara yüksel-

di; ki bu, yıllık % 19,7'lik bileşik kazanç demektir. Aynı dönemde Standard & Poor's (S&P) 500 endeksi temettüler dahil % 9,4 değer kazandı. Bu, neredeyse elli yıldır devam eden % 10,3'lük bir bağıl performans anlamına gelir. Daha önce de söylediğim gibi "bozuk paracı" Buffett, ortaklığı sona erdirdiğinde, işe daha yeni başlıyordu.

Beş Sigma Olayı

Akademisyenler ve yatırım uzmanları, Etkin Piyasalar Hipotezi olarak bilinen şeyin geçerliliğini yıllarca tartıştılar. Bu tartışmalı hipoteze göre, hisse senetlerini analiz etmek zaman kaybıdır çünkü mevcut tüm bilgiler halihazırdaki fiyatlara yansımıştır. Bu teorinin sadık takipçileri, en son yıllık raporları veya üç aylık beyanları saatlerce inceleyen deneyimli bir finansal analist kadar, profesyonel yatırımcıların da kazanacak hisseleri, bir düzine hisse senediyle dart oynayarak başarılı bir şekilde bulabileceğini biraz da şaka yollu söylerler.

Oysa endeksleri sürekli yenen bazı kişilerin –özellikle Warren Buffett'ın– başarısı, Etkin Piyasalar Hipotezi'nin kusurlu olduğunu öne sürer. Etkin Piyasalar Hipotezi'ni savunanlar, kusurlu olanın teori olmadığını söyleyerek buna karşı çıkarlar. Daha ziyade, Buffett gibi bireylerin beş sigma,* yani pratikte asla gerçekleşmeyecek kadar nadir görülen istatistiksel bir fenomen olduğunu söylerler.[33] Buffett'ın istatistiksel açıdan nadir olduğunu iddia edenlerin yanında yer almak kolay olurdu. Buffett Ortaklığı'nın on üç yıllık sonuçlarına veya Berkshire Hathaway'deki neredeyse elli yıllık performansa hiç kimse yaklaşamamıştır. Ana endekslerin ötesine geçemeyen neredeyse bütün pro-

* 3x10-7'lik bir p değerine veya olasılığa ya da 3,5 milyonda yaklaşık 1'e karşılık gelir. –*en*

fesyonel yatırımcıların sonuçlarını tablo haline getirdiğimizde şu soru gündeme geliyor: Borsayı yenmek gerçekten imkânsız mı, yoksa çoğu yatırımcının kullandığı yöntemlerde bir sorun mu var?

Son olarak, Buffett'ın sözlerine kulak verelim: "Yaptığımız şey başkalarının yapamayacağı bir şey değildir. Yatırım konusunda düşündüğümü yönetim konusunda da düşünüyorum: Olağanüstü sonuçlar elde etmek için olağanüstü şeyler yapmak şart değildir."[24] Çoğu, Buffett'ın bu sözlerini, onun marka haline gelmiş Ortabatılı alçakgönüllülüğüne verecektir. Bense bu sözü ciddiye aldım ve bu kitabın konusu işte budur.

2. Bölüm

Warren Buffett'ın Eğitimi

Şaşırtıcı derecede güçlü bir zekâya sahip bir beş sigma fenomeni bile olsa insan, kendinden öncekilerin öğretilerine güvenmek zorundadır çünkü o bile işi öğrenme sürecine ihtiyaç duyar. Warren Buffett'ın bilgisi, göreceğimiz gibi, üç güçlü figürün (Benjamin Graham, Philip Fisher ve Charlie Munger) zihinlerinden alınmış üç farklı yatırım felsefesinin bir sentezidir.

Graham'ın Buffett üzerindeki etkisi iyi bilinir; hatta kimilerine göre her şey ondan ibarettir. İki adamın iç içe geçen geçmişleri göz önüne alındığında bu şaşırtıcı değildir. Buffett, Graham'ın önce meraklı bir okuruydu. Sonra sırasıyla öğrencisi, çalışanı, işbirlikçisi ve son olarak da arkadaşı oldu. Graham, Buffett'ın eğitimsiz zihnini şekillendirdi. Bununla birlikte Buffett'ın sadece Graham'ın öğretilerinin bir ürünü olduğunu düşünenler, diğer iki büyük finans adamının, Philip Fisher ve Charlie Munger'ın etkisini görmezden gelmiş olurlar. Bu bölümde her ikisini de ele alacağız.

Benjamin Graham

Graham, finansal analizin babası kabul edilir. Adam Smith'in dediği gibi, "Ondan önce [finansal analiz] diye bir uzmanlık alanı yoktu, onun ardından böyle dendi."[1] Bugün en çok iki ünlü eseriyle tanınıyor: David Dodd ile ortak yazdıkları ve ilk olarak 1934'te yayımlanan *Security Analysis* ve ilk olarak 1949'da yayımlanan *Akıllı Yatırımcı*. *Security Analysis*'in kalıcı etkisinin nedeni zamanlamasıdır: Bu ufuk açıcı kitap, yazar üzerinde büyük bir etkisi olan ve fikirlerini derinden etkileyen, 1929'daki dünyayı değiştiren borsa çöküşünden sadece birkaç yıl sonra yayımlanmıştı. Diğer akademisyenler bu ekonomik olguyu açıklamaya çalışırken, Graham insanların mali durumlarını yeniden düzeltmelerine ve kârlı bir eylem planı uygulamalarına yardımcı oldu.

Ben Graham, 1914 yılında yirmi yaşındayken Columbia Üniversitesi'nden lisans derecesi aldı. Yunanca ve Latince bilir, matematik ve felsefeye akademik düzeyde ilgi duyardı. Ancak iş dünyasından uzak bilgi birikimine rağmen kariyerine Wall Street'te başladı. İlk olarak Newburger, Henderson & Loeb aracı kurumunda ulak olarak çalışmaya başladı. Kara tahtaya tahvil ve hisse senedi fiyatlarını yazması karşılığında haftada 12 dolar kazanıyordu. Daha sonra ulaklıktan araştırma raporları yazmaya yükseldi ve kısa süre sonra firmaya ortak edildi. 1919'da, yirmi beş yaşındayken, yıllık 600.000 dolar kazanıyordu. Bu da 2012 fiyatlarıyla neredeyse 8 milyon dolar eder.

1926'da Graham, Jerome Newman ile bir yatırım ortaklığı kurdu. Buffett'ın otuz yıl sonra işbaşı yapacağı yer, işte bu ortaklıktı. Graham-Newman, 1956 yılında ortaklığın dağılmasına kadar 1929 çöküşünden, Büyük Buhran'dan, İkinci Dünya Savaşı'ndan ve Kore Savaşı'ndan sağ çıktı.

Graham'ın 1929'daki çöküşte maddi açıdan perişan oldu-

ğunu çok az insan bilir. Graham, hayatında ikinci kez servetini yeniden oluşturmaya koyuldu (ilki, babasının öldüğü, aileyi mali açıdan çaresiz bıraktığı zamandı). İlhamını, kısa süre önce finans alanında ders vermeye başladığı, kendisinin de mezun olduğu okuldan aldı. Akademik dünya Graham'a düşünme ve değerlendirmeler yapma şansı sundu. Kendisi de Columbia'da bir profesör olan David Dodd'un tavsiyesiyle, ihtiyatlı yatırım üzerine günümüzde artık bir klasik sayılan tezini yazdı.

Graham ve Dodd'un on beş yılı aşkın yatırım deneyimi vardı. *Security Analysis*'i tamamlamaları dört yıl sürdü. Kitap 1934'te ilk yayımlandığında Louis Rich *New York Times*'ta: "Son derece güçlü, olgun, özenli ve çok değerli bir bilimsel araştırma; pratik aklın dışavurumu. Bu düşünce günün birinde etkisini gösterirse, yatırımcı, piyasadan ziyade menkul kıymetler üzerinde durmaya başlar," yorumunu yaptı.[2]

İlk edisyonda Graham ve Dodd, kurumsal suistimallere büyük ağırlık vermişti. Bol miktarda malzemeleri de vardı. 1933 Menkul Kıymetler Yasası ve 1934 Menkul Kıymetler Borsası Yasası'ndan önce, kurumsal bilgiler tamamen yetersiz ve çoğunlukla yanıltıcıydı. Çoğu şirket, satış bilgilerini açıklamaz ve varlıklara biçilen değer şüphe gölgesinden çıkamazdı. Hem ilk halka arzlarda hem de satış sonrası piyasalarda menkul kıymetlerin fiyatlarını manipüle etmek için kurumsal olarak yanıltıcı bilgiler kullanılırdı. Menkul Kıymetler Yasası'ndan sonra kurumsal reformlar yavaş ancak planlı bir şekilde başladı. 1951'de kitabın üçüncü edisyonu yayımlandığında, kurumsal suistimallere yapılan atıflar ortadan kalkmıştı ve onların yerine Graham ve Dodd hissedar yönetim ilişkileri sorunlarına, özellikle yönetimin yeterliliğine ve temettü politikasına değinmişti.

Security Analysis özetle makul fiyatlı, iyi seçilmiş ve çeşitlendirilmiş bir hisse senedi portföyünün sağlam bir yatırım

olabileceğini söyler. Kitapta Graham yatırımcılara, yaklaşımının mantığını adım adım ve dikkatle göstermeye çalışır.

Graham'ı uğraştıran ilk sorun, *yatırımın* tek bir evrensel tanımının olmamasıydı. Justice Louis Brandeis'ten alıntı yapan Graham, "yatırımın birçok anlamı olan bir kelime" olduğuna işaret ediyordu. Sorunun, tanımı gereği spekülatif olan hisse senedi ya da asıl yatırım olarak görülen tahvil de olmadığını belirtiyordu. Zayıf teminatlı bir tahvil, sırf tahvil olduğu için yatırım olarak kabul edilemezdi. Net cari varlıklarından daha düşük hisse başına fiyatı olan bir hisse senedi de sırf hisse senedi olduğu için spekülasyon olarak düşünülemezdi. Önemli olan niyettir, diyordu Graham. Hızlı kâr elde etme umuduyla ödünç parayla bir menkul kıymet satın almak, ister tahvil ister hisse senedi olsun, spekülasyon olurdu. Konunun karmaşıklığı nedeniyle Graham kendi tanımını ortaya attı: "Kapsamlı bir analiz ile anapara güvenliği ve tatmin edici bir getiri vaat eden işlemlere yatırım denir. Bu gereksinimleri karşılamayan işlemler spekülatiftir."[3] Bu basit cümle, derin fikirlerle dolu ve bu fikirlerin her biri dikkatle incelenmeyi hak ediyor.

Öncelikle "kapsamlı analiz" derken neyi kastediyordu? Kısa ve öz bir tanımla izah ediyordu: "Yerleşik ilkelere ve sağlam mantığa dayalı sonuçlara varma çabasıyla mevcut verilerin dikkatli bir şekilde incelenmesi."[4] Daha da ileri giderek analizi (1) tanımlayıcı, (2) eleştirel ve (3) seçici olmak üzere üç aşamalı bir süreç şeklinde tanımlıyordu. İlk aşama, tüm bilgileri bir araya getirmeyi ve bunları akıllıca ortaya koymayı içeriyordu. İkincisi, bilgiyi iletmek için kullanılan standartların mahiyetini incelemek anlamına geliyordu. Yani bilgilerin doğru bir şekilde aktarılıp aktarılmadığının saptanması gerekiyordu. Son aşamada analist, söz konusu menkul kıymetin kayda değer olup olmadığı konusunda bir karara varacaktı.

Bundan sonra Graham, bir menkul kıymetin yatırım ola-

rak kabul edilebilmesi için iki koşulun gerekliliği üzerinde duruyordu: Bir dereceye kadar anapara güvenliği *ve* tatmin edici bir getiri oranı. Birincisi için güvenliğin mutlak olmadığı konusunda uyarıyordu. Sıradışı veya olağanüstü bir olay karşısında en güvenli tahvil bile ödenmeyebilirdi. Burada güvenlikten kasıt, yatırımın makul koşullar altında zarar görmeyeceğinin bilinmesiydi.

İkinci koşul olan tatmin edici getirinin de açıklığa kavuşturulması gerekiyordu çünkü *tatmin edici* tabiri Graham'ın da söylediği gibi öznel bir şeydi. Yatırımcı belirli bir oranda akıllıca hareket ettiği ve yatırımın tam tanımına bağlı kaldığı sürece, getirinin miktarı az ya da çok olabilirdi. Graham'ın tanımına göre, sağlam mantığa dayalı kapsamlı bir finansal analiz yapan ve anapara güvenliğinden ödün vermeden makul bir getiri oranını kabul eden birine spekülatör değil, yatırımcı denirdi.

Graham, kariyeri boyunca yatırım ve spekülasyon konularını ayrı değerlendirmeye devam etti. Yaşamının sonuna doğru, kurumsal yatırımcıların açıkça spekülatif olan eylemleri benimsemelerini dehşetle izledi. 1973–1974 ayı piyasasından kısa bir süre sonra Graham, Donaldson, Lufkin ve Jenrette'in ev sahipliği yaptığı para yöneticileri konferansına davet edildi ve duydukları karşısında ciddi anlamda şok oldu. "Kurumsal para yönetiminin sağlam yatırım yaklaşımından sıyrılıp nasıl da mümkün olan en yüksek getiriyi en kısa sürede elde etmeyi amaçlayan bir sidik yarışına dönüştüğünü anlayamıyorum," dedi.[5]

Graham'ın yatırım ve spekülasyon arasında net ve kalıcı bir ayrım oluşturduktan sonraki ikinci katkısı, hisse senedi alımlarını spekülasyondan çıkarıp yatırıma dönüştürecek bir metodoloji oluşturmak oldu. Metodolojisini, "güvenlik marjı" konsepti adı altında tanımladı. Bu düşüncesinin de çıkış noktası 1929 kriziydi.

1929'da yaşanan sıkıntı, spekülasyonun yatırım gibi gö termeye çalışılmasından ziyade yatırımın spekülasyona dö nüşmesiydi. Graham geçmişe dayalı iyimserliğin yaygın ve tehlikeli olduğunu belirtiyordu. Geçmişten cesaret alan ya tırımcılar, büyüme ve refah döneminin sürekli devam edece ğini varsayarak fiyatlarla ilgili orantı duygusunu kaybetmeye başlamışlardı. Graham, hisse senetlerinin iyimser piyasanın koyduğu fiyatlardan değerlendiğini, insanların herhangi bir matematiksel beklenti olmadan bunlar için paralar ödedikle rini söylüyordu. Bu çılgınlığın zirvelerinde, yatırım ve spekülasyon arasındaki çizgi bulanıklaşıyordu.

Graham, işte bu tür riskli davranışlara bir panzehir mahiyetinde, güvenlik marjı olarak adlandırdığı yöntemle hisse senedi seçmenin bir yolunu ortaya koydu. Bu yaklaşıma göre; bir şirketin gelecekteki büyümesi konusunda iyimser olan yatırımcılar, hisse senedini portföylerine eklemede iki yönteme sahiptiler: (1) genel olarak piyasanın düştüğü zamanlarda hisse satın almak (ayı piyasası ya da düzeltme zamanlarında) veya (2) genel piyasa önemli ölçüde ucuz olmasa bile, kendi gerçek değerinin altında işlem yapan hisse senedini satın almak. Graham, her iki yöntemde de satın alma fiyatında bir güvenlik marjı olacağını söylüyordu.

Yalnızca piyasanın düşük olduğu zamanlarda alım yapmanın kendi içinde bazı zorlukları vardır. Yatırımcıyı, piyasanın ne zaman pahalı ve ne zaman ucuz olduğunu gösteren bir formül geliştirmeye yöneltir. Yatırımcı bu durumda, asla kesin olarak bilemeyeceği piyasa düşüşlerini önceden tahmin etme hevesine kapılır. Ayrıca piyasa değerlendiğinde yatırımcılar hisse senetlerini kârlı bir şekilde satın alamazlar. Bununla birlikte, hisse senedi satın almak için piyasa düzeltmesi beklemek yorucu ve paralayıcıdır.

Graham, yatırımcıların enerjilerini ikinci yönteme, yani genel piyasa fiyatlarından bağımsız bir şekilde düşük değerli

menkul kıymetleri belirlemeye harcamalarının daha iyi olacağını öne sürüyordu. Graham'a göre bu stratejinin sistemli bir şekilde işlemesi için, yatırımcıların, hesap değerinin altında satış yapan hisse senetlerini tanımlamanın bir yolunu bulmaları gerekiyordu. Amacı böyle bir stratejinin ana hatlarını oluşturmaktı ve bunu yapmak için *Security Analysis* adında daha önce bilinmeyen nicel bir yaklaşım geliştirdi.

Graham, sağlıklı yatırım kavramını da güvenlik marjı olarak adlandırdığı kavrama indirgedi. Böylece tüm menkul kıymetleri -hisse senetleri ve tahvilleri- yatırıma tekil bir yaklaşımla birleştirmeye çalıştı.

Tahviller için bir güvenlik marjı konsepti oluşturmak çok zor olmadı. Örneğin, bir analist, bir şirketin faaliyet geçmişini gözden geçirdiğinde ortalama son beş yılda şirketin sabit masraflarının beş katını kazanabildiğini görürse, şirketin tahvilleri güvenlik marjı içinde demekti. Graham, yatırımcıların, şirketin gelecekteki gelirini doğru tahmin etmesini beklemiyordu. Bunun yerine, gelirler ve sabit giderler arasındaki marj yeterince büyükse, yatırımcıların şirketin gelirinde beklenmedik bir düşüşten korunacağını düşünüyordu.

Asıl sınav, Graham'ın bu kavramı hisse senetlerine uyarlama becerisiydi. Bir hisse senedinin fiyatı içsel değerinin altındaysa güvenlik marjı içinde kaldığını düşünüyordu. Bir sonraki soru da tabii ki şuydu: İçsel değer nasıl belirlenir? Yine Graham cevabına kısa ve öz bir tanımla başlıyordu: "İçsel değer, verilerin belirlediği değerdir." Verilerden kasıt; şirketin varlıkları, kazançları, temettüleri ve gelecekteki net beklentileriydi.

Graham bunların içinde en önemli faktörün şirketin gelecekteki kazanç gücü olduğuna inanıyordu. Bu onu basit bir formüle götürdü: Bir şirketin içsel değeri, şirketin gelecekteki kazançları tahmin edilerek ve bu kazançlar uygun bir kapitalizasyon faktörü ile çarpılarak belirlenebilir. Bu

kapitalizasyon faktörü veya çarpanı, şirketin kazançları, varlıkları, temettü politikası ve mali istikrarından etkilenen bir değerdi.

Önemli bir de uyarısı vardı Graham'ın: Bu yaklaşımın başarısı, şirketin ekonomik geleceğini hesaplama yeteneğimizle sınırlıdır ve bu hesaplamanın sonuçları kaçınılmaz kesinlikte değildir. Satış hacmi, fiyat politikası ve giderler gibi gelecek faktörlerinin tahmin edilmesi zordur, bu da bir çarpan uygulanmasını daha karmaşık hale getirir.

Buna rağmen Graham güvenlik marjının üç alanda başarılı bir şekilde uygulanabileceğine inanıyordu: (1) tahviller ve imtiyazlı hisse senetleri gibi istikrarlı menkul kıymetlerde, (2) karşılaştırmalı analizde ve (3) içsel değer ile fiyat arasındaki fark yeteri kadar açık olduğunda hisse senedi seçiminde. Graham içsel değerin, anlaşılması zor bir kavram olduğunu vurguluyordu. Bu, piyasanın kotasyon fiyatından farklı bir şeydi. Başlangıçta içsel değerin defter değeri ile aynı olduğu veya gerçek varlıkların toplamı ile yükümlülükler arasındaki fark olduğu düşünülüyordu. Bu fikir, içsel değerin kesin bir değer olduğu inancına yol açtı. Ancak analistler, bir şirketin değerinin yalnızca net gerçek varlıkları değil, aynı zamanda bu varlıkların ürettiği kazançların da değeri olduğunu biliyorlardı. Graham, bir şirketin içsel değerini tamı tamına belirlemenin gerekli olmadığını öne sürdü. Satış fiyatı ile karşılaştırma amacıyla kullanılacak yaklaşık bir değer bile güvenlik marjını ölçmek için yeterli olurdu.

Graham finansal analizin kesin bir bilim olmadığını da hatırlatıyordu. Emin olmak için bilançolar, gelir tabloları, varlıklar ve yükümlülükler, kazançlar ve temettüler ayrıntılı analize tabi tutulmalıydı. Bununla birlikte, kolayca analiz edilemeyen ancak yine de bir şirketin içsel değerini belirlemede temel kabul edilen bazı nitel faktörleri gözden kaçırmamak gerekiyordu. Yöneticilerin beceri düzeyi ve iş saha-

sının doğası bunlardan iki tanesiydi. Graham için de mesele şuydu: Onlara ne kadar dikkat edilmeliydi?

Nitel faktörlere verilecek önem konusunda şüpheleri vardı. Yöneticilerin becerisi ve işin doğası, kolay ölçülen şeyler değildi. Kolay ölçülmeyen bir şeyin de yanlış ölçülmesi muhtemeldi. Nitel faktörler konusunda iyimserlik, genellikle yüksek çarpan etkisi yapıyordu. Graham'ın tecrübesi, yatırımcıların maddi kavramlardan uzaklaşıp ölçülemeyen kavramlara yöneldiklerinde potansiyel risk taşıyan bir düşünce tarzını davet edeceklerini söylüyordu. Öte yandan, bir şirketin içsel değeri büyük oranda ölçülebilir, nicel faktörlerden oluşuyorsa Graham, yatırımcının dezavantajının sınırlı olduğunu düşünüyordu. Sabit varlıklar ölçülebilirdi. Temettüler ölçülebilirdi. Mevcut ve geçmiş kazançlar ölçülebilirdi. Bu faktörlerin her biri rakamlarla gösterilebilir ve gerçek deneyimden referans alan bir bilgi kaynağı haline gelebilirdi.

Ayağınızı sağlam bastığınızdan emin olun, diyordu Graham. Temel hareket noktası olarak net varlık değerleriyle başlayın. Bir varlık satın aldıysanız, dezavantajınız bu varlığın likidasyon değeri ile sınırlı olmasıydı. Bu tahminler yerine getirilmezse kimsenin sizi iyimser büyüme tahminlerinden kurtaramayacağını düşünüyordu. Bir şirket ilgi çekici bir işletme olarak algılanıyor ve mükemmel yöneticileri gelecekte yüksek kazanç öngörülerinde bulunuyorsa, hiç şüphesiz, artan sayıda hisse senedi alıcısını çekerdi. "O zaman yatırımcılar o senedi alırlar," diyordu Graham, "böylelikle fiyatları ve fiyat-kazanç oranını da yükseltirler. Vadedilen getiri giderek daha fazla yatırımcının ilgisini çektikçe, fiyatlar temel değerlerinden bağımsız olarak yükselir, sonunda patlayacağı âna kadar şişmeye devam eden bir balon halini alır. "[6]

Graham, iyi bir hafızaya sahip olmanın başına bela olduğunu söylüyordu. Ömrü boyunca iki kez finansal olarak dibe vurmanın hatırası, aşağı yönlü gidişat ihtimaline karşı

korumacı yaklaşımı yukarı yönlü gidişat potansiyeline tercih ettiriyordu.

Graham yatırım yapmanın iki kuralı olduğunu söylüyordu. İlk kural: Asla kaybetme. İkinci kural: İlk kuralı unutma. Graham bu "Asla kaybetme" felsefesini, güvenlik marjını pekiştiren iki spesifik, somut yaklaşımla pekiştirmiştir. Bunlardan ilki, bir şirketin hissesini net varlık değerinin üçte ikisinden daha azına satın almak ve diğeri de fiyat-kazanç oranları düşük hisse senetlerine odaklanmaktır.

İlk yaklaşım, bir hisse senedini net varlık değerin üçte ikisinden daha az bir fiyata almak, Graham'ın konjonktür algısına tam olarak uyarken matematiksel bir model beklentilerini de karşılıyordu. Graham şirketlerin sahip oldukları tesislere, mülklere ve ekipmana hiç ağırlık vermiyordu. Ayrıca şirketin tüm kısa ve uzun vadeli pasiflerini de denklemden çıkarıyordu. Geriye kalan sadece mevcut varlıklardı. Hisse senedi fiyatı bu hisse başına değerin altındaysa, Graham bunun kusursuz bir yatırım olduğunu düşünüyordu. Graham elde ettiği sonuçların tekil hisselere değil, bir grup hisse senedinin olası sonuçlarına (çeşitlendirme) dayandığını da belirtmiştir.

Bu yaklaşımın tek bir sorunu vardır: Kriterlere uyan hisse senetlerini bulmak, özellikle boğa piyasalarında* zor olabilirdi. Piyasa düzeltmesi beklemenin mantıksız olabileceğini kabul eden Graham ikinci yaklaşıma dönmüştür: Fiyatı düşük olan ve düşük bir fiyat-kazanç oranında satılan hisse senetlerini satın almak. Graham ivedilikle, söz konusu şirketin *bir miktar* net varlığa sahip olması, yani borçlarının şirketin değerinden az olması gerektiğini de ekliyordu.

Graham kariyeri boyunca bu yaklaşımın çeşitli varyasyonları üzerinde çalışmıştır. 1976'daki ölümünden kısa bir süre

* Ayı piyasasının aksine o piyasanın ürünlerine yönelik talebin arttığı, alımların başladığı, ana trendin yükseliş yönüne gittiği dönemi ifade eder. *-en*

önce, *Security Analysis*'in beşinci baskısını Sidney Cottle ile birlikte revize etmişti. O sıralarda Graham on yıllık düşük fiyat-kazanç çarpanı, en son piyasa zirvesindeki fiyatının yarısı kadar bir hisse fiyatı ve elbette net varlık değeri ölçütleri gibi kriterlere göre satın alınan hisse senetlerinin mali sonuçlarını inceliyordu. Graham, hisse senetlerini geriye doğru 1961'e kadar kontrol etmiş ve sonuçları çok iç açıcı bulmuştu.

Yıllar içinde diğer birçok yatırımcı, içsel değeri belirlemek için benzer kısa yollar aradı. Graham'ın düşük fiyat-kazanç oranı yaklaşımı hâlâ genel olarak tercih edilirken, sadece muhasebe oranlarına dayalı kararlar almanın kârlı getiri sağlamak için yeterli olmadığını öğrendik. Bugün çoğu yatırımcı John Burr Williams'ın *The Theory of Investment Value* [Yatırım Değeri Teorisi]* kitabında anlattığı klasik değer tanımını kullanıyor: Bir yatırımın değeri, gelecekteki nakit akışının bugüne indirgenmiş değeridir. 3. Bölüm'de Temettü İskonto Modeli (DDM)** hakkında daha fazla bilgi edineceğiz.

Şimdilik, Graham'ın hem net değerinin üçte ikisinden daha az fiyata satılan hisse senetlerini alma hem de düşük fiyat-kazanç oranları ile hisse senetleri satın alma yöntemlerinin ortak bir özelliği olduğunu bilelim. Graham'ın bu yöntemlere göre seçtiği hisse senetleri piyasada gözden düşmüş ve her ne sebeple olursa olsun değerinin altında fiyatlanmış hisselerdi. Graham, "fazlasıyla kelepir" bu hisse senetlerinin cazip alım fırsatları olduğunu kuvvetle vurguluyordu.

Graham'ın bu kanaati bazı varsayımlara dayanıyordu. Birincisi, piyasanın genellikle korku ve hırs gibi insani duygular yüzünden hisse senetlerini yanlış fiyatlandırdığına inanıyordu. İyimserliğin doruğunda hırs, hisse senetlerini içsel değerlerinin ötesine taşıyarak aşırı fiyatlı bir pazar yaratır; bazen de korku, fiyatları içsel değerin altına çekerek değe-

* Harvard University Press, 1938.

** Dividend Discount Model: Temettü (kâr payı) iskonto modeli. *-yhn*

ri düşük bir piyasa yaratırdı. İkinci varsayım, her ne kadar Graham bu adla anmasa da, *ortalamaya dönüş* diye bilinen istatistiksel bir olguya dayanıyordu. Daha etkili ve güçlü bir şekilde, şair Horatius'tan alıntı yaparak ifade ediyordu: "İtibar kaybetmiş birçoğu değer kazanabilir ve şimdi zirvede olan birçoğu değer kaybedebilir." İster istatistikçi ister şair ağzından, nasıl ifade edilirse edilsin, Graham etkin olmayan bir piyasadaki düzeltici güçlerin yatırımcıya fayda sağlayabileceğine inanıyordu.

Philip Fisher

Graham *Security Analysis*'i yazarken Philip Fisher yatırım danışmanlığı kariyerine yeni başlıyordu. Stanford Üniversitesi'nde işletme yüksek lisansı yaptıktan sonra San Francisco'daki Anglo London & Paris National Bank'te analist olarak çalışmaya başladı. İki yıldan kısa sürede bankanın istatistik bölümünün başına getirildi. 1929'daki büyük çöküşe işte buradayken tanık oldu. Bundan sonra, yerel bir aracı kurumda kısa ve verimsiz kariyerinin ardından, kendi danışmanlık firmasını kurmaya karar verdi. 31 Mart 1931'de Fisher & Company müşteri kabul etmeye başladı.

1930'ların başında bir yatırım danışmanlığı şirketi kurmak çılgınca görünebilir ancak Fisher iki avantajı olduğunu düşünüyordu. Birincisi, büyük çöküşten sonra hâlâ parası olan yatırımcı, muhtemelen mevcut danışmanıyla çalışmak istemeyecekti. İkincisi, Buhran'ın ortasında, iş insanlarının Fisher'la oturup konuşacak bolca zamanları vardı.

Stanford'da okurken Fisher'ın, aldığı işletme derslerinden birinde, San Francisco bölgesindeki şirketlere periyodik ziyaretlerinde profesöre eşlik etmesi gerekiyordu. Profesör, işletme yöneticilerine operasyonlarını anlattırır ve çoğu zaman o an yaşadıkları bir sorunu çözmelerine yardımcı olurdu. Stanford'a geri dönerken Fisher ve profesörü, ziyaret ettikleri

şirketler ve yöneticiler hakkında gözlemlerini paylaşırlardı. Fisher daha sonraları, "İşte haftalık geçirdiğim o saatler, aldığım en faydalı eğitimlerdi," diyecekti.[7]

Bu deneyimler sayesinde Fisher, (1) ortalamanın üzerinde potansiyele sahip şirketlere yatırım yaparak ve (2) en iyi yönetilen şirketleri seçerek yüksek kârlar elde edilebileceğine inanmaya başladı. Bu kalburüstü şirketleri saptayabilmek için Fisher, şirketleri iş karakteristikleri ve yönetimlerine göre değerlendiren bir puanlama sistemi geliştirdi.

Bir şirketin Fisher'ı en çok etkileyen özelliği, yıllarca satışlarını ve kârlarını sektör ortalamasından daha yüksek oranlarda artırma kabiliyetiydi.[8] Fisher, bunu yapmak için bir şirketin "yıllarca satışlarda büyük artışlar sağlamaya yetecek pazar potansiyeli olan ürün veya hizmetlere sahip" olması gerektiğine inanıyordu.[9] Fisher, satışlardaki düzenli yıllık artışlarla pek ilgilenmiyordu. Bunun yerine şirketlerin başarısını birkaç yıllık döneme göre değerlendiriyordu. İş döngüsündeki değişikliklerin satışlar ve kazançlar üzerinde önemli bir etkisi olacağının farkındaydı. Onlarca yıl boyunca ortalamanın üzerinde gelişme gösteren şirketler Fisher'a göre iki türden biri olmalıydı: (1) "şanslı ve yetenekli" olanlar ve (2) "yetenekli oldukları için şanslı olanlar".

Aluminium Company of America'nın (Alcoa) birinci türün örneği olduğunu söylüyordu. Şirket "yetenekliydi" çünkü şirketin kurucuları çok yetenekli insanlardı. Alcoa'nın yönetimi, ürünlerinin potansiyel ticari kullanım alanlarını önceden görmüş ve satışları artırıp alüminyum pazarından büyük paralar kazanmak için canla başla çalışmışlardı. Fisher şirketin aynı zamanda "şanslı" olduğunu, çünkü yönetimin kontrolü dışındaki olayların da şirket ve pazar üzerinde olumlu etkileri olduğunu söylüyordu. Hava taşımacılığının hızlı gelişimi alüminyum satışlarını hızla artırıyordu. Havacılık endüstrisi nedeniyle Alcoa, yönetimin başlangıçta öngördüğünden çok daha fazla gelir elde ediyordu.

Fisher'a göre DuPont, "yetenekli olduğu için şanslı" bir şirkete iyi bir örnekti. DuPont, temel ürünü olan barutla kalsaydı ancak tipik madencilik şirketleri kadar başarılı olurdu. Ancak DuPont yönetimi, barut üreterek kazandığı bilgiden faydalanarak DuPont adına milyarlarca dolarlık satış yapan ve her biri kendi pazarını yaratan naylon, selofan ve Pleksi dahil yeni ürünleri piyasaya sürmüştü.

Fisher, bir şirketin araştırma ve geliştirme çabalarının, satışlarda ortalamanın üzerinde sürdürülebilir büyüme sağlayabileceğini söylüyordu. DuPont'un da Alcoa'nın da araştırma ve geliştirmeye önem vermeden uzun vadede elbette başarılı olamayacağını açıklıyordu. Teknik olmayan işletmeler bile daha iyi ürünler ve daha verimli hizmetler üretmek için özel araştırmalara gereksinim duyuyordu.

Araştırma ve geliştirmeye ek olarak Fisher, şirketlerin satış organizasyonunu da inceliyordu. Bir şirket olağanüstü ürün ve hizmetler geliştirse bile bunları "ustalıkla satmadıkça" araştırma ve geliştirme çabaları asla gelire dönüşmezdi. Fisher'a göre, müşterilerin bir şirketin ürün ve hizmetlerinin faydalarını anlamalarının yolu, satış biriminin göstereceği çabalardan geçiyordu. Aynı zamanda bir satış biriminin, müşterilerinin satın alma alışkanlıklarını izlemesi ve müşterilerin ihtiyaçlarındaki değişiklikleri tespit edebilmesi gerekiyordu. Fisher'a göre satış birimi, araştırma ve geliştirme birimi ile pazar arasındaki paha biçilmez bağlantıyı oluşturuyordu.

Ancak pazar potansiyeli tek başına yetersizdi. Fisher, ortalamanın üzerinde satış büyümesi sağlayabilen bir şirketin, hissedarları için de kazanç üretemediği takdirde, uygunsuz bir yatırım olacağına inanıyordu. "Dünyadaki tüm satış artışları, yıllar içinde kârlar da aynı şekilde artmadığı sürece doğru tipte yatırım araçları üretmeyecektir," diyordu.[10] Dolayısıyla Fisher, yalnızca en düşük maliyetli ürün veya hiz-

met üreten değil, aynı zamanda bunu sürdürmeye kendini adamış şirketler arıyordu. Başa baş noktası düşük ve buna paralel olarak yüksek kâr marjına sahip bir şirket, bunalımlı ekonomik ortamlara daha dayanıklı olurdu. Nihayetinde, böyle bir şirket daha zayıf rakipleri geride bırakarak kendi pazar konumunu güçlendirebilirdi.

Fisher, üretim sürecindeki her adımın maliyetini eşzamanlı anlayıp iş yapmanın maliyetlerini listeleyemediği sürece, bir şirketin kârlılığını sürdüremeyeceğini söylüyordu. Bunu yapmak için şirketlerin yeterli mali kontrol ve maliyet analizi yapması gerekiyordu. Fisher, bu maliyet bilgilerinin, şirketin kaynaklarını en yüksek ekonomik potansiyele sahip ürün veya hizmetlere yönlendirmesine olanak tanıdığını da belirtiyordu. Ayrıca muhasebe kontrolleri, bir şirketin faaliyetlerindeki engellerin belirlenmesine de yardımcı olurdu. Bu aksaklıklar veya verimsizlikler, şirketin genel kârlılığını korumayı amaçlayan bir erken uyarı aracı görevi yapardı. Fisher'ın bir şirketin kârlılığı konusundaki hassasiyeti, şirketin gelecekte özsermaye finansmanına ihtiyaç duymadan büyüme yeteneğine sahip olmasının öneminden kaynaklanıyordu. Bir şirketin büyümesinin tek yolu hisse satmaksa, daha fazla hisse senedi arz edildikçe, hissedarların şirketin büyümesinden elde edecekleri yarar ortadan kalkardı. Fisher, kâr marjı yüksek bir şirketin dahili olarak daha iyi fon yaratabileceğini ve bu fonların hissedarların varlıklarını sulandırmadan büyümesini sürdürmek için kullanılabileceğini söylüyordu. Ek olarak, sabit varlıkları ve işletme sermayesi ihtiyaçları üzerinde yeterli maliyet kontrolleri sağlayabilen bir şirket, nakit ihtiyaçlarını daha iyi yönetebilir ve özsermaye finansmanından kaçınabilirdi.

Fisher, üstünlüklü şirketlerin yalnızca ortalamanın üzerinde işletme özelliklerine sahip olmakla kalmayıp aynı derecede önemli olan, ortalamanın üzerinde yönetim yetenekle-

rine sahip kişiler tarafından yönetildiklerinin de farkındaydı. Bu yöneticiler, mevcut ürünler veya hizmetler büyük ölçüde kullanımdan kalktıktan sonra da satış artışı sağlamaya yönelik yeni ürünler ve hizmetler geliştirmeye çalışırlardı. Fisher, ürün ve hizmet hatları onları birkaç yıl idare edeceği için birçok şirketin yeterli büyüme beklentilerine sahip olduğunu, ancak on ila yirmi yıl boyunca tutarlı kazanımlar sağlamak için yürürlükte politikaları olan çok az şirket bulunduğunu söylüyordu. "Yönetim," diyordu, "bunun gerektirdiği şekilde uzun vadeli büyük kazançlar için kısa dönem gelirlerini ikinci plana atmayı göze alacak uygulanabilir politikalar geliştirmelidir."[1] Kısa dönem gelirlerini ikinci plana atmak, onlardan vazgeçmek demek değildir, şeklinde açıklıyordu. Ortalamanın üzerindeki bir yönetici, aynı anda hem günlük operasyonlara odaklanırken hem de şirketin uzun vadeli planlarını uygulama becerisine sahip olmalıydı.

Fisher başka bir özelliği daha kritik görüyor ve sorguluyordu: "İşletme sarsılmaz derecede dürüst ve tutarlı bir yönetime sahip mi? Yöneticiler, hissedarların emanetçisi gibi mi davranıyorlar yoksa sadece kendi çıkarlarını mı düşünüyorlar?"

Fisher, yöneticilerin niyetlerini belirleyebilmek için hissedarlarla nasıl iletişim kurduklarını gözlemlemek gerektiğini söylüyordu. İyi kötü tüm işletmeler beklenmedik sıkıntılar yaşardı. Genelde işler iyi olduğunda yöneticiler özgürce konuşur ancak işler bozulduğunda kimi yöneticiler şirketin yaşadığı sıkıntılar hakkında açıkça konuşmak yerine sessiz kalırlardı. Fisher, yaşanan sıkıntılara karşı tepkilerinin, şirketin geleceğinden sorumlu kişiler hakkında çok şey anlattığını söylüyordu.

Bir işletmenin başarılı olabilmesi için, yönetimin tüm çalışanlarıyla iyi iş ilişkileri geliştirmesi gerektiğini savunuyordu. Çalışanlar, şirketlerinin çalışmak için iyi bir yer ol-

duğunu gerçekten hissetmeliydiler. Mavi yakalı çalışanlar kendilerine saygılı ve dürüst davranıldığını, üst düzey çalışanlar da terfilerin iltimasla değil, yeteneğe dayalı verildiğini hissetmeliydiler.

Fisher ayrıca yönetimin derinliği konusunu da ele alıyordu: "İcra kurulu başkanının yetenekli bir ekibi var mı? CEO, işleri yönetme yetkisini kısım kısım devredebiliyor mu?"

Son olarak Fisher, şirketlerin kendilerine özgü niteliklerini; şirketin yaptığı iş ile bu işi yönetsel olarak nasıl ele aldığını ve aynı sektördeki diğer işletmelerle kıyaslandığında ne durumda olduğunu da inceliyordu. Bu incelemeyle Fisher, bir şirketin rakiplerine göre durumunu gösteren ipuçlarını ortaya çıkarmaya çalışıyordu. Bir şirketin sadece finansal raporlarını okumanın yatırım kararı vermek için yeterli olmadığını savunuyordu. Akıllıca yatırım için önemli bir adım da şirketi tanıyan insanlardan şirket hakkında mümkün olduğunca çok şey öğrenmekti. Fisher bunun, yerini "dedikodu" dediği şeye bırakacak düzeyde kapsamlı bir soruşturma olduğunu da kabul ediyordu. Bugün biz buna fısıltı gazetesi de diyebiliriz. Fisher, düzgün bir şekilde kullanılırsa bu söylentilerin, yatırımcının sıradışı yatırım fırsatlarından haberdar olmasını da sağlayacağını öne sürüyordu.

Fisher'ın söylenti araştırması, olabildiğince çok kaynakla görüşmesine neden oluyordu. Müşterilerle ve satıcılarla konuşuyordu. Daha önce şirket için çalışmış danışmanların yanı sıra eski çalışanları da buluyor; üniversitelerdeki araştırmacılar, devlet memurları ve ticaret odası yöneticileriyle temasa geçiyordu. Ayrıca şirketin rakipleriyle de görüşüyordu. Yöneticiler bazen kendi şirketleri hakkında fazla bilgi vermekten çekinseler de Fisher, rakipleri hakkında fikirlerini söylemekten hiçbir zaman kaçınmadıklarını gözlemlemişti. "Doğru bir kesit alarak insanların fikirlerine başvurulduğu takdirde bir sektörde şirketlerin görece güçlü ve zayıf nok-

talarının son derece gerçekçi bir resminin çıktığını görmek harikulade," diyordu.[12]

Çoğu yatırımcı, Fisher'ın bir şirketi anlamak için gerekli olduğunu düşündüğü zaman ve enerjiyi harcamak istemezdi. Fısıltı ağı kurmak ve görüşmeler ayarlamak zaman alan faaliyetlerdi. İncelenen her şirket için ayrı bir fısıltı ağı süreci başlatmak da çok zor olabilirdi. Fisher iş yükünü azaltmanın basit bir yolunu bulmuştu; hisselerini aldığı şirketlerin sayısını az tutuyordu. Çok sayıda vasat işletmedense birkaç gelecek vadeden şirketin hisselerini almayı tercih ediyordu. Genel olarak portföylerinde ondan az şirket bulunuyor ve portföyünün % 75'ini üç veya dört şirket oluşturuyordu.

Fisher başarılı olmak için yatırımcıların sadece birkaç şeyi iyi yapmaları gerektiğine inanıyordu. Bunlardan biri, anladıkları konularda çalışan şirketlere yatırım yapmaktı. Eski hatalarının nedeni olarak, çalışma alanını deneyim alanının dışına taşırmasını gösteriyordu. "İyi tanıdığım sektörlerin dışında, hatırı sayılır bir temel bilgiye sahip olmadığım, tamamen farklı faaliyet alanlarında yatırım yapmaya başlamıştım," diyordu.[13]

Charlie Munger

Warren Buffett 1956'da yatırım ortaklığını kurduğunda sermayesi 100.000 doların biraz üzerindeydi. Bu nedenle yaptığı ilk işlerden biri, ilave yatırımcılar ikna etmekti. Buffett, komşuları Dr. Edwin Davis ve eşine her zamanki gibi dikkatli ve ayrıntılı bir sunum yapıyordu ki Dr. Davis aniden sözünü keserek ona 100.000 dolar vereceklerini söyledi. Buffett nedenini sorduğunda Davis, "Çünkü bana Charlie Munger'ı hatırlatıyorsun," dedi.[14]

Warren ve Charlie, Omaha'da büyümüş ancak pek çok ortak tanıdıkları olmasına rağmen 1959'a kadar hiç tanışma-

mıştı. O sıralarda Charlie, Kaliforniya'nın güneyine taşınmıştı. Babasının ölümü nedeniyle Omaha'ya döndüğünde Dr. Davis bu iki gencin tanışma zamanının geldiğini düşünerek onları yerel bir restoranda akşam yemeğinde bir araya getirdi. Olağanüstü bir ortaklığın başlangıcıydı bu.

Babası avukat, dedesi federal yargıç olan Charlie, Los Angeles'ta başarılı bir hukuk bürosu kurmuştu ancak borsaya ilgisi hep güçlüydü. İlk yemekte iki genç adam hisse senetleri de dahil olmak üzere konuşacak çok şey bulmuşlardı. O andan sonra sık sık görüştüler. Buffett sık sık Charlie'yi avukatlığı bırakmaya ve yatırım dünyasına girmeye teşvik ediyordu. Bir süre Charlie ikisini bir arada yürüttü. 1962'de avukatlığı sürdürürken bir de Buffett'ınkine oldukça benzer bir yatırım ortaklığı kurdu. Çok başarılı geçen üç yılın ardından avukatlığı tamamen bıraktı fakat şirkette kendi adını taşıyan bir ofis hâlâ varlığını sürdürüyor.

Charlie'nin kurduğu yatırım ortaklığının performans geçmişini 5. Bölüm'de kısaca inceleyeceğiz. Şimdilik Charlie'nin Los Angeles'taki ve Buffett'ın Omaha'daki yatırım ortaklığının yaklaşım açısından benzer olduğunu belirtmekle yetinelim. Her ikisi de gerçek değeri bir miktar ucuza satın almaya çalışıyor ve her ikisi de olağanüstü kazançlar elde ediyordu. Zaman zaman aynı hisse senetlerini satın almaları da şaşırtıcı değildi. Buffett gibi Charlie de 1960'ların sonlarında Blue Chip Stamps'in hisselerini satın almaya başlamış ve sonunda yönetim kurulu başkanı olmuştu. Berkshire ve Blue Chip Stamps 1978'de birleştiğinde Charlie, Berkshire Hathaway'in başkan yardımcısı oldu.

Charlie ve Buffett arasındaki iş ilişkisi resmi bir ortaklık anlaşmasına dönüştürülmedi ancak yıllar içinde belki bundan daha yakın, daha birbirinden beslenen bir şeye dönüşmüştü. Charlie, Berkshire yönetim kuruluna dahil olmadan önce de ikili sık sık günlük görüşmeler yapmış, birlikte bir-

çok yatırım kararı almışlardı. İş ilişkileri giderek daha da iç içe geçti.

Charlie bugün Berkshire Hathaway'in başkan yardımcısı olarak görevine devam ediyor. Her anlamda Buffett'ın tescilli yönetim ortağı ve çok yakın arkadaşıdır. İkisinin ne kadar yakın olduğunu anlamak için, Buffett'ın "Charlie ve ben" ifadesini ne kadar sık kullandığına bakabilirsiniz. *Charlie ve ben şunu yaptık, şuna karar verdik, şuna inanıyoruz, şunu inceledik, şöyle düşündük...* Sanki "Charlie ve ben" tek bir insanın adı gibidir.

Charlie beraber çalışmaya sadece mali zekâsıyla değil, aynı zamanda iş hukuku bilgisini de katmıştı. Ayrıca Buffett'ınkinden oldukça farklı bir entelektüel bakış açısına sahipti. Charlie ilimin birçok alanıyla (bilim, tarih, felsefe, psikoloji, matematik) tutku içinde ilgilenir ve bu alanların her birinin, düşünen insanların, yatırım kararları da dahil olmak üzere tüm işlerinde uygulayabilecekleri ve uygulamaları gereken önemli kavramlar içerdiğine inanır. "Dünyevi bilgeliğe" ulaşmak için dünyadaki tüm büyük fikirleri birleştiren zihinsel modellerle bir kafes inşa etmelisiniz, der Charlie.[15] Charlie'nin derin ve geniş bilgi düzeyine tamamiyle şahit olmak isteyenler, onun harika *Poor Charlie 's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger* [Zavallı Charlie'nin Almanağı: Charles T. Munger'ın Akıl ve Bilgeliği]* kitabını okumalıdırlar.

Finansal bilgi, hukuk temeli ve diğer disiplinlerden alınan derslerin birleşimi hep beraber Charlie'nin Buffett'ınkinden biraz farklı bir yatırım felsefesi geliştirmesine neden oldu. Kendini tereddütsüz Ben Graham'a adamış olan Buffett ucuza satılan hisse senetlerini aramaya devam ederken, Charlie ana hatlarıyla Phil Fisher tarafından ortaya atılan ilkelere doğru yol alıyordu. Ona göre, harika bir şirket için makul fiyat ödemek, ortalama bir şirket için kelepir fiyat ödemekten çok daha iyiydi.

* Donning Co. Publishers, 2005.

Charlie'nin Buffett'ın düşünce tarzında devrimsel bir değişikliğe neden olarak ona yüksek kalitede şirketlere de yönelme yaklaşımını nasıl kazandırdığı, Berkshire'ın See's Candies'i satın alma öyküsünde görülebilir.

1921'de Mary See adında yetmiş bir yaşındaki bir nine, Los Angeles'ta bir semtte küçük bir şekerci dükkânı açtı ve kendi tarifleriyle ürettiği çikolatalar satmaya başladı. Oğlu ve ortağının da yardımıyla yavaş yavaş Kaliforniya'nın güney ve kuzeyinde küçük bir zincire dönüştü. Büyük Buhran'dan sağ çıktı, II. Dünya Savaşı sırasında şekerin karneye bağlanması sürecini atlattı ve değişmeyen, ürünün kalitesinden asla ödün vermeme stratejisiyle yoğun rekabetin de üstesinden gelmeyi başardı.

Yaklaşık elli yıl sonra, See's Batı Kıyısı'ndaki en önemli şeker dükkânları zinciri haline geldi ve Mary See'nin mirasçıları bir ileri aşamaya geçmeye karar verdiler. Şirkete otuz yıl önce katılan Chuck Huggins'e iyi bir alıcı bulma ve satış işini koordine etme görevi verildi. Birkaç talip çıktı ama anlaşma sağlanamadı.

1971'in sonlarında, o zamanlar Berkshire Hathaway'in çoğunluk hissedarı olduğu Blue Chip Stamps'in yatırım danışmanı, Blue Chip'in See's'i satın almasını önerdi. İstenen fiyat 40 milyon dolardı ancak See's'in 10 milyon dolar nakdi olduğu için net fiyat aslında 30 milyon dolardı. Yine de Buffett şüpheliydi. Bu tutar, See's'in defter değerinin üç katı mertebesindeydi ve Graham'ın değer temelli ilkelerine göre çok pahalıydı.

Charlie, Buffett'ı fiyat yüksek gelse de anlaşmanın cazip olduğuna ikna etti. Buffett 25 milyon dolar teklif etti ve satıcılar da kabul etti. Buffett için bu, Graham'ın şirketleri ancak defter değerinin altında fiyatlara satılıyorlarsa satın alma yönündeki felsefesinden ilk uzaklaşmaydı. Düşünce dünyasındaki bu büyük eksen kaymasının nedeninin Charlie olduğu-

nu Buffett da kabul ediyor. Charlie daha sonra bu alım için şöyle demişti: "Evet, bu, kaliteyi ilk satın alışımızdı."[16] On yıl sonra Buffett'a See's'i satması için 125 milyon dolar teklif edildi. Bu, 1972'deki satın alma fiyatının beş katıydı. Ama o kabul etmedi.

Buffett ve Charlie'nin ortaklığının bu kadar uzun sürmesinin tek nedeni, her iki adamın da sağduyulu iş ilkelerinden taviz vermeyen bir yapıya sahip olmasıdır. Her ikisi de yüksek kaliteli işleri yürütmek için gerekli yönetimsel niteliklere sahiptir. Berkshire Hathaway'in hissedarları, çıkarlarını gözeten ve her türlü ekonomik koşulda onlara para kazandıran yöneticilere sahip oldukları için çok şanslıdırlar. Buffett'ın zorunlu emeklilik -buna inanmaz- konusundaki yaklaşımı sayesinde Berkshire hissedarları, otuz beş yılı aşkın süredir bir yerine iki zihnin meyvelerini yiyor.

Entelektüel Etkilerin Harmanı

Graham'ın 1976'daki ölümünden kısa bir süre sonra Buffett, Graham'ın yatırımda değer yaklaşımının resmî temsilcisi olmuştu. Hatta Buffett'ın adı, değer yatırımı ile eşanlamlı hale gelmişti.[17] Bunun nedenini anlamak kolay. Kendini Graham'a adamış öğrencilerinden en ünlüsü oydu. Buffett da Graham'a duyduğu entelektüel minnet borcunu her fırsatta dile getirir. Bugün bile Buffett, Graham'ı babasından sonra yatırım hayatında onu en çok etkileyen kişi olarak görür.[18] Hatta büyük oğluna akıl hocasının adını vermiştir: Howard Graham Buffett.

Öyleyse Buffett, Graham'a duyduğu entelektüel minneti Washington Post Company (1973), Capital Cities/ABC (1986), Coca-Cola Company (1988) ve IBM (2011) gibi hisse senedi alımlarıyla nasıl bağdaştırıyor? Bu şirketlerin hiçbiri Graham'ın katı mali testini geçemezdi ancak Buffett hepsine önemli yatırımlar yaptı.

Daha 1965'te Buffett, Graham'ın ucuz hisse senedi satın alma stratejisinin bazı eksikleri olduğunun farkına varmaya başlamıştı.[19] Graham, diyordu, o kadar düşük fiyatlı hisseler alıyor ki orada bir hıçkırık bile fiyatlarda yükselmeye ve yüksek fiyattan satışa hizmet eder. Buffett bu stratejiye yatırımda "izmarit yaklaşımı" adını verdi. Caddede yürürken, bir yatırımcı yere düşmüş bir izmarit görür ve son bir nefes çekmek için onu alır. Kötü bir dumandır bu ama ucuz fiyatı nedeniyle o son nefesi değerli kılar. Buffett, Graham'ın stratejisinin tutarlı bir şekilde işlemesi için birinin tasfiye memuru rolünü oynaması gerektiğini savunuyordu. Tasfiye memuru değilse de başka bir yatırımcı, şirketinizin hisselerini satın almaya istekli olmalı ve hisse fiyatını yukarı doğru zorlamalıydı.

Buffett bunu şöyle açıklıyordu: Varlıkları 10 milyon dolar olan bir şirkete 8 milyon dolar ödediyseniz, varlıklar zamanında satıldığı takdirde güzel kâr edersiniz. Bununla birlikte, işletmenin ekonomik dayanağı zayıfsa ve işletmeyi satmak on yıl sürerse, toplam getirisi muhtemelen ortalamanın çok altında olacaktır. Buffett, "Zaman, harika işlerin dostudur," der, "vasatlığın ise düşmanı."[20] Zayıf performanslı şirketi tasfiye edip satın alma fiyatı ile şirket varlıklarının piyasa değeri arasındaki farktan kâr etmediği sürece, satış geliri performansı zamanla söz konusu şirketin kötü ekonomik şartlarının bir benzeri olacaktır.

Buffett, yaptığı ilk yatırım hatalarından itibaren, Graham'ın öğretilerinden uzaklaşmaya başlamıştı. Bir keresinde bu durumu anlatırken, "Evrim geçirdim," diye itiraf etmişti Buffet, "ama insandan maymuna ya da maymundan insana pat diye dönüşmedim."[21] Bazı şirketleri nicel yönleriyle karşılaştırırken diğerlerini nitel yönleriyle değerlendirmeyi öğrenmişti ama hâlâ kelepir fiyat arayışını sürdürüyordu. "Benim cezam," diyordu, "çiftlik makineleri üreten

fabrikalarda (Dempster Mill Manufacturing), üçüncü sınıf alışveriş merkezlerinde (Hochschild-Kohn) ve New England tekstil atölyelerinde (Berkshire Hathaway) bolca ekonomi tahsili yapmaktı."[22] Buffett, yaşadığı ikilemi anlatabilmek için Keynes'ten alıntı yapıyordu: "Zor olan yeni fikirler edinmek değil, eskilerinden kaçabilmektir." Buffett evriminin geciktiğini kabul ediyordu çünkü Graham'ın ona öğrettikleri çok değerliydi.

1984'te *Security Analysis*'in ellinci yılı münasebetiyle Columbia Üniversitesi öğrencilerine yaptığı konuşmada Buffett, Ben Graham'ı ortak akıl hocaları kabul eden çok sayıda başarılı yatırımcı olduğunu söylemişti.[23] Graham, güvenlik marjı teorisini ortaya atmıştı ancak öğrencileri bu teoriyi şirketlerin değerlerini belirlemede farklı yollar geliştirerek uygulamıştı. Bununla birlikte ortak nokta, işletmenin değeri ile menkul kıymetlerinin fiyatı arasında bir miktar tutarsızlık aramaya dayanıyordu. Buffett'ın Coca-Cola ve IBM satın almalarıyla kafası karışan insanlar teoriyi metodolojiden ayıramayanlardı. Buffett, Graham'ın güvenlik marjı teorisini açıkça benimsiyor ancak Graham'ın metodolojisinden kararlılıkla uzaklaşıyordu. Buffett'a göre, Graham'ın metodolojisinden kolayca kâr edilebilecek en son dönem, 1973–1974 ayı piyasasının* dip noktasıydı.

Hatırlayın; Graham hisse senetlerini değerlendirirken işin özelliklerini veya yönetimin yeteneklerini düşünmüyordu. Araştırmasını kurumsal dosyalar ve yıllık raporlarla sınırlandırıyordu. Hisse fiyatı, şirketin varlıklarından daha düşük ve para kazanmak matematiksel olarak mümkün ise Graham şirketin hisselerini satın alıyordu. Başarı olasılığını artırmak için, bu denkleme uyan tüm hisseleri satın almaya çalışıyordu.

Graham'ın öğretisi bu ilkeyle sınırlı olsaydı Buffett bugün

* Piyasaların karamsar oldukları, fiyatların bir süre daha düşüş trendinde olacağı durumlar için kullanılan bir terimdir. Bearish Market olarak da isimlendirilmektedir. -*en*

ona bu kadar saygı duymazdı. Ancak güvenlik marjı teorisi Buffett için o kadar derin ve o kadar önemliydi ki, Graham metodolojisindeki diğer tüm zayıflıklar göz ardı edilebilirdi. Bugün bile Buffett, Graham'ın başlıca fikri olan güvenlik marjını benimsemeye devam ediyor. Ben Graham'ı ilk okuyuşunun üzerinden neredeyse altmış beş yıl geçti. Ve Buffett herkese şunu hatırlatmaktan asla çekinmiyor: "Hâlâ o teorinin geçerli olduğunu düşünüyorum."[24] Buffett'ın Graham'dan aldığı temel ders şuydu: Hisse senetlerinin piyasa fiyatı işletmenin esas değerinin altındaysa, böyle bir yatırım, başarılı yatırımdır.

Buffett düşüncesinin entelektüel çerçevesi haline gelen güvenlik marjı haricinde Graham, Buffett'ın, borsa dalgalanmalarını gözlemenin aptalca olduğunu anlamasını da sağladı. Graham hisse senetlerinin bir yatırım boyutu, bir de spekülatif boyutu olduğuna ve spekülatif boyutun insanların korku ve hırslarının bir sonucu olduğuna inanıyordu. Çoğu yatırımcıda mevcut olan bu duygular, hisse senedi fiyatlarının şirketlerin gerçek değerinin çok üzerinde ya da daha da önemlisi, çok altında seyretmesine neden oluyordu. Graham, Buffett'a kendini borsadaki duygusal girdaplardan izole edebilirse, hisse senetlerini mantığa değil duyguya dayalı bir şekilde satın alan diğer yatırımcıların mantıksız davranışlarını kendi çıkarı için kullanma fırsatı elde edebileceğini öğretmişti.

Buffett, Graham'dan bağımsız düşünmeyi öğrenmişti. Graham, Buffett'a, sağlam yargıya dayalı mantıklı bir sonuca vardığı zaman, sırf diğerleri aynı fikirde değil diye fikrinden caymamasını salık vermişti. Graham, "Kalabalıkların size hak vermemesi haklı ya da haksız olduğunuzu göstermez," diyordu. "Veriniz ve muhakemeniz doğru olduğunda haklısınızdır."[25]

Phil Fisher birçok yönden Ben Graham'ın tam tersiy-

di. Fisher doğru kararlar alabilmek için yatırımcıların bir iş hakkında tam olarak bilgi alması gerektiğine inanıyordu. Bu da şirketin tüm yönlerini araştırmak anlamına geliyordu. Rakamların ötesine geçmek ve işin kendisi hakkında bilgi edinmek zorundaydılar çünkü işin mahiyeti çok önemliydi. Ayrıca yönetimin becerileri de işletmenin değerini etkileyebileceğinden, şirket yönetiminin niteliklerini de incelemeleri gerekiyordu. Şirketin faaliyet gösterdiği sektör ve rakipleri hakkında olabildiğince çok şey öğrenmek durumundaydılar. Her bilgi kaynağından yararlanılmalıydı. Buffett, Fisher'dan fısıltı gazetesinin değerini öğrendi. Yıllar içinde Buffett, farklı işletmeleri değerlendirmede kendisine yardımcı olacak kapsamlı bir iletişim ağı geliştirdi.

Son olarak Fisher, Buffett'a çeşitlendirme üzerinde fazla durmamasını öğretti. Yatırımcılara yumurtalarını birkaç farklı sepete koymanın riski azalttığını öğretmenin bir hata olduğuna inanıyordu. Çok sayıda farklı hisse senedi satın alan kişi için, tüm sepetlerdeki yumurtaların takibi imkânsız hale gelebilirdi. Yatırımcılar, aşina olmadıkları bir şirkete çok fazla para yatırarak risk alma yoluna da sık sık giriyorlardı. Ona göre, işi tam olarak anlamak için zaman ayırmadan bir şirketten hisse satın almak, çeşitlendirmeyi sınırlı tutmaktan çok daha riskliydi.

Graham ve Fisher arasındaki fark ortadaydı. Nicel analist Graham'a göre sabit varlıklar, cari kazançlar ve temettüler, ölçülebilecek faktörleri vurguluyordu. Araştırmaları da kurumsal dosyalar ve yıllık raporlarla sınırlıydı. Müşteriler, rakipler veya yöneticilerle konuşmaya zaman harcamazdı.

Fisher'ın yaklaşımı Graham'ın antiteziydi. Nitel analist Fisher, bir şirketin değerini artırdığına inandığı faktörleri temelde, gelecekteki beklentiler ve yönetim kapasitesi olarak özetliyordu. Graham sadece ucuz hisse senetleri satın almakla ilgilenirken, Fisher uzun vadede içsel değerlerini ar-

tırma potansiyeline sahip şirketleri satın almakla ilgileniyordu. Seçim sürecine yarayacak bilgi kırıntılarını toplamak için çok uğraşıyor ve kapsamlı görüşmeler yapıyordu.

Buffett, Phil Fisher'ın *Sıradan Hisseler ve Sıradışı Kârlar kitabını** okuduktan sonra yazarına ulaştı: "Onunla tanıştığımda fikirleri kadar kişiliğinden de etkilendim," diyordu Buffet. "Ben Graham gibi Fisher da mütevazı, cömert ve olağanüstü bir öğretmendi." Buffett, Graham ve Fisher'ın yatırım yaklaşımlarının farklı, ancak bunların "yatırım dünyasında paralel" olduğunu belirtiyor.[26] Başka sözcüklerle ifade edecek olursam, paralellikten ziyade bu ikisinin Warren Buffett'ta birleştiklerini söyleyebilirim: Buffett'ın yatırım yaklaşımı, (Fisher öğretisindeki gibi) iş alanı ve yönetimine dair nitel bir anlayış ve (Graham öğretisindeki gibi) fiyat ve değere dair nicel bir anlayışın birleşimidir.

Warren Buffett bir keresinde, "Ben % 15 Fisher ve % 85 Benjamin Graham'ım," demişti.[27] Bu açıklama çok meşhur olmuştur ancak 1969'da söylendiğini hatırlamakta yarar var. Aradan geçen yıllar içinde Buffett, Fisher'ın, seçkin birkaç işletme satın alma ve bu işletmelere yıllarca sahip olma felsefesine doğru kademeli ama kesin bir geçiş yaptı. Tahminime göre bugün benzer bir açıklama yapsaydı 50/50 oldukça yakın bir oran söylerdi.

Charlie, gerçek anlamda, Fisher'ın nitel teorilerinin aktif bir uygulamasıdır. Charlie, iyi bir firmanın değerini ve bunun için makul bir bedel ödemenin isabetini daha başından çok iyi anlamıştı. Bununla birlikte Charlie, önemli bir yönüyle, Ben Graham'ın günümüzdeki yansımasıdır. Yıllar önce Graham, Buffett'a, yatırımda duyguların iki yönlü önemini öğretmişti. Ona göre mantığı yerine duygularıyla hareket edenler birçok hata yapardı. Bu hatalara düşmekten kaçınabilenler için ise

* Bu kitabın yeni edisyonu Nova Kitap Yatırım Klasikleri dizisi yayın programında yer alıyor. -*en*

bunlar birer fırsattı. Charlie, psikoloji okumalarıyla bu temayı geliştirmeye devam etti. Buna 6. Bölüm'de daha ayrıntılı bakacağımız bir kavram olan "yanlış yargının psikolojisi" der ve bunu ısrarlı bir şekilde Berkshire'ın karar verme sürecinin ayrılmaz bir parçası olarak tutar. Charlie'nin yaptığı katkılardan en önemlilerinden biri de budur.

Buffett'ın Ben Graham, Phil Fisher ve Charlie Munger'a bağlılığı anlaşılabilir. Graham, Buffett'a yatırım yapmanın entelektüel temeli olan güvenlik marjını ve piyasa dalgalanmalarından kârlı çıkmak için duygularına hâkim olmayı öğretti. Fisher, Buffett'a uzun vadeli iyi yatırımlar yapmayı ve zaman içinde odaklanmış bir portföye sahip olmayı sağlayan güncel, uygulanabilir bir metodoloji verdi. Charlie, Buffett'ın, kaliteli şirketler almanın getirisini anlamasını sağladı. Bu yolda Buffett'ı, bireylerin finansal kararlar alırken sıklıkla düştüğü psikolojik hatalar konusunda eğitti. Buffett'ın yatırım faaliyetleri incelendiğinde sık rastlanan kafa karışıklığı, onun bu üç kişinin bileşimi olduğu gerçeği göz önüne alındığında daha iyi anlaşılır.

Descartes, "İyi bir zekâya sahip olmak yeterli değildir; esas olan, onu uygulamaya koymaktır," der. Buffett'ı diğer yatırımcılardan ayıran şey, uygulamadır. Akranları içinde son derece zeki, disiplinli ve kendini işine adamış insanlar vardı. Buffett, bu üç bilge adamın stratejilerini tek bir tutarlı yaklaşıma entegre etme konusundaki müthiş yeteneği sayesinde hepsinin üzerine çıkmıştır.

3. Bölüm

Bir İşletmeyi Satın Almak

ON İKİ ZORUNLU DOKTRİN

Warren Buffett'a göre, bir işletmeyi doğrudan satın almakla, bir bölümünü hisse senedi şeklinde satın almak arasında temelde fark yoktur. Ama ikisi arasında her zaman işletmeyi doğrudan almayı tercih eder çünkü bu ona en kritik mesele olan sermaye tahsisine karar verme hakkı tanır. Bunun yerine hisse senetlerini satın almanın büyük bir dezavantajı vardır: İşletmeyi kontrol edemezsiniz. Ancak Buffett'a göre bu, iki farklı avantajla dengelenir: Birincisi, kontrol edemeyeceğiniz şirketlerden hisseler satın aldığınız alanın, borsanın, hatırı sayılır ölçüde büyük olmasıdır. İkincisi, borsanın kelepir hisse bulmada daha elverişli olmasıdır. Her iki durumda da Buffett her zaman aynı stratejiyi izler. Dürüst ve yetkin insanlar tarafından işletilen, uzun vadede olumlu beklentilere işaret eden, dilinden anladığı ve daha da önemlisi cazip fiyatlarla satılan şirketleri arar.

"Yatırım yaparken kendimizi piyasa analisti değil, iş analisti olarak konumlandırırız; makroekonomik değil, mali analiz yaparız," der.[1] Yani Buffett, her şeyden önce bir iş in-

sanı yaklaşımıyla çalışır. Şirkete bütünsel bakar, yönetiminin tüm nicel ve nitel yönlerini, finansal durumunu ve satış fiyatını inceler.

Zamanda geriye gider, Buffett'ın tüm alımlarını gözden geçirip ortak yönlerini saptarsak, kararlarına rehberlik eden bir dizi temel doktrin olduğunu fark ederiz. Bu doktrinlere daha yakından bakıp masaya yatırdığımızda doğal olarak dört kategoriye ayrıldıklarını görürüz:

1. *İş doktrinleri:* İşletmenin kendine ait üç temel özelliği.
2. *Yönetim doktrinleri:* Üst düzey yöneticilerin göstermesi gereken üç önemli özellik.
3. *Finansal ilkeler*: Şirketin sürdürmesi gereken dört kritik finansal karar.
4. *Piyasa doktrinleri:* Birbiriyle ilişkili iki maliyet çerçevesi.

Buffett'ın tüm alımları söz konusu on iki doktrini göstermez ancak topluca ele alındığında, bunlar onun yatırım yaklaşımının çekirdeğini oluşturur.

Bu on iki doktrin, aynı zamanda Buffett'ın Berkshire Hathaway'i yönetirken de uyduğu ilkelerdir. Satın aldığı şirketlerde aradığı niteliklerin aynısını, her gün ofisinin kapısından girdiğinde de görmeyi bekler.

İş Doktrinleri

Buffett için hisse senetleri bir soyutlamadır.[2] O, pazar teorileri, makroekonomik kavramlar veya sektör eğilimleri açısından düşünmez. Yatırım kararlarını yalnızca işletmenin çalışma tarzına göre verir. İnsanlar iş temelli değil de yüzeysel kavramlar üzerinden yatırım yaparlarsa, sorunlar ilk baş gösterdiğinde büyük olasılıkla korkup kaçar ve yine büyük olasılıkla bu süreçte para kaybederler. Bunun yerine Buffett,

söz konusu iş hakkında öğrenebileceği her şeyi öğrenmeye odaklanır. Başlıca üç alana yoğunlaşır:

1. İş, basit ve anlaşılır olmalıdır.
2. İşletme tutarlı bir faaliyet geçmişine sahip olmalıdır.
3. İşletmenin uzun vadeli beklentileri olumlu olmalıdır.

Warren Buffett Tarzı Doktrinler

İş Doktrinleri

İş basit ve anlaşılır mı?
İşletmenin tutarlı bir faaliyet geçmişi var mı?
İşletmenin uzun vadeli beklentileri olumlu mu?

Yönetim Doktrinleri

Yönetim rasyonel mi?
Yönetim, hissedarlarına dürüst mü?
Yönetim kurumsal mecburiyetlere direniyor mu?

Finansal Doktrinleri

Hisse başına kazanca değil, özsermaye getirisine odaklan.
"Hissedar kazançlarını" hesapla.
Yüksek kâr marjına sahip şirketler ara.
Elde edilen her dolar için, şirketin en az bir dolar piyasa değeri yarattığından emin ol.

Piyasa Doktrinleri

İşletmenin değeri nedir?
İşletme, değerinin oldukça altında bir fiyata satın alınabilir mi?

Basit ve Anlaşılır Olmak

Buffett'a göre, yatırımcıların finansal başarısı, yatırımlarını ne kadar iyi anladıklarına bağlıdır. İş temelinde yatırım yapanları, vurkaç usulü alım satım yapanlardan ayıran özellik budur.

Yıllar içinde Buffett birçok farklı sektörden çok sayıda işletme satın almıştır. Bunlardan bazılarının kontrolünü ele geçirmiş, bazılarında azınlık hissedarı pozisyonunda kalmıştır. Ancak bütün bu işletmelerin nasıl işlediğinin son derece farkındadır. Berkshire'ın her bir holdinginin gelirlerini, giderlerini, nakit akışlarını, çalışma ilişkilerini, fiyat esnekliğini ve sermaye tahsisi ihtiyaçlarını anlar.

Buffett, Berkshire'ın işletmeleri hakkında bu yüksek bilgi düzeyini her zaman korur çünkü seçimini finansal ve entelektüel anlayış alanı içindeki şirketlerle sınırlandırır. Çetin bir mantığı vardır. Tam olarak anlamadığınız sektörden bir şirkete (doğrudan veya hissedar olarak) sahipseniz, gelişmeleri doğru yorumlayamaz ve akıllıca kararlar alamazsınız.

Yatırımdaki başarınız ne kadar bildiğinize değil, bilmediğiniz şeyleri ne kadar gerçekçi tanımladığınıza bağlıdır. Buffett, "Yatırımlarınızı yetkinlik alanınız içinde yapın," tavsiyesinde bulunur, "önemli olan, bu alanın ne kadar büyük olduğu değil; parametreleri ne kadar iyi tanımladığınızdır."[3]

Tutarlı Faaliyet Geçmişi

Buffett sadece karmaşıklıktan kaçınmakla kalmaz, aynı zamanda zor problemlerle boğuşan ya da önceki planları tutmadığı için gidiş yönünde köklü değişiklikler yapan şirketleri de satın almaktan kaçınır. En iyi getiriyi yıllardır aynı ürün veya hizmeti üreten şirketlerin elde ettiğini deneyimlemiştir. Büyük iş değişiklikleri yapmak, büyük hatalar yapma olasılığını artırır.

Buffett, "Ciddi değişimler ve istisnai getiriler genellikle aynı anda gerçekleşmez," der.[4] Maalesef çoğu insan, sanki tersi doğruymuş gibi yatırım yapar. Yatırımcılar, hızla değişen endüstrilere veya kurumsal açıdan yeniden yapılanmakta olan şirketlere ilgi duyarlar. Buffett'a göre, nedendir bilinmez, yatırımcılar yarının getirebileceklerine öylesine umut bağlarlar ki bugünün gerçeklerini görmezden gelirler.

Buffett anlık ilgi gören hisse senetlerine pek önem vermez. Daha çok, uzun vadede başarılı ve kârlı olacağına inandığı şirketleri satın almakla ilgilenir. Gelecekteki başarıyı kestirebilmek zor olsa da, istikrarlı bir sicil nispeten güvenilirdir. Bir şirket her yıl aynı tür ürünlerle tutarlı sonuçlar alıyorsa, bu sonuçların devam edeceğini varsaymak mantıksız olmaz.

Buffett ayrıca zor sorunlarla boğuşan şirketlerden kaçınma eğilimindedir. Tecrübe ona ölüm kalım mücadelesi veren şirketlerin nadiren kurtulduğunu göstermiştir. İyi işletmeleri makul fiyatlarla almak, sıkıntılı şirketleri kelepir fiyatla almaktan daha kârlıdır. Buffett, "Charlie ve ben, sorunlu işletme meselelerini çözmeyi öğrenemedik," itirafında bulunur, "öğrendiğimiz bir şey varsa, onlardan kaçmaktır. Başarılı olduysak, nedeni, dev engelleri aşma becerimiz değil; aşabileceğimiz engellere yoğunlaşmamızdır."[5]

Uzun Vadede Olumlu Beklentiler

Buffett ekonomik dünyayı iki eşit olmayan kısma ayırır: *franchise* adını verdiği az sayıda büyük şirket ve çoğu satın almaya değmeyecek çok sayıda küçük şirket. Ona göre bir şirketin *franchise* olması için (1) ihtiyaç duyulan veya arzulanan, (2) yakın alternatifi olmayan ve (3) devlet tarafından düzenlenmeyen ürün veya hizmetler sunan bir şirket olması gerekir. Bu özellikler sayesinde şirket, pazar payını veya iş

hacmini kaybetme korkusu olmadan fiyatlarını sabit tutabilir ve zaman zaman da artırabilir. Bu fiyatlandırma esnekliği, büyük bir işletmenin belirleyici özelliklerinden biridir; şirketin ortalamanın üzerinde parasal getiri elde etmesini sağlar.

Buffett, "Yatırdığımız paradan daha yüksek getiri sağlayan ve büyük olasılıkla sağlamaya devam edecek gibi görünen hisse senetlerini seviyoruz," der.[6] Ayrıca ekler: "Şirketlerin uzun vadeli rekabet avantajına ve bunun kalıcı olup olmadığına hep bakarım."[7]

Tek tek ve toplu olarak, bu harika işletmeler Buffett'ın "hendek" diye adlandırdığı şeyi oluştururlar. Bu hendek sayesinde şirketler rakiplerinin karşısında avantajlarını korurken, rekabetten kaynaklanan alan ihlallerine karşı da korunurlar. Hendek ne kadar büyük ve sağlamsa Buffett o kadar memnun olur. "Yatırım yapmanın anahtarı," diye açıklar bunu, "bir şirketin rekabet avantajı olup olmadığını ve hepsinden öte, bu avantajın devamlılığını belirlemektir. Etrafında geniş ve daimi hendekler bulunan ürün veya hizmetler, yatırımcıların yüzünü daima güldürür. Benim için en önemli şey, işletmenin etrafında ne kadar büyük bir hendek olduğunu anlamaktır. Elbette en güzeli, büyük bir kale ve piranalar ile timsahlarla dolu büyük bir hendek olmasıdır."[8]

Son olarak Buffett o kısa ve özlü ifadeleriyle: "Büyük şirket demek, yirmi beş otuz yıl büyük kalacak şirket demektir," der.[9]

Tersine, rakiplerinin ürünlerinden neredeyse ayırt edilemeyen ürün ve hizmetler sunan işletmeler kötü şirketlerdir. Yıllar önce petrol, gaz, kimyasallar, bakır, kereste, buğday ve portakal suyu temel ürünlerdi. Günümüzde bilgisayarlar, otomobiller, havayolu hizmetleri, bankacılık ve sigorta gibi ürün ve hizmetler temel emtia haline geldi. Muazzam reklam bütçelerine rağmen ürünlerde anlamlı bir farklılaşma sağlayamıyorlar.

Emtia işletmeleri, genellikle, düşük getiri sağlayan işletmelerdir ve "kârlılık problemi yaşamaya adaydırlar".[10] Ürünlerinin temelde başkalarının ürünlerinden hiçbir farkı yoktur; bu nedenle sadece fiyat temelinde rekabet edebilirler, ki bu da tabii ki kâr marjlarını azaltır. Emtia işini kârlı hale getirmenin en güvenilir yolu, düşük maliyetli bir tedarikçi olmaktır. Bunun dışında emtia işletmelerinin sağlıklı kâr elde ettikleri tek zaman, arzın kısıtlı olduğu dönemlerdir ki bu dönemlerin önceden tahmin edilmesi son derece zordur. Buffett bir emtia şirketinin uzun vadedeki kârlılığını belirlemek için "kıtlık yıllarının bolluk yıllarına oranı"na bakılması gerektiğini söyler. Ancak bu oran genellikle küçüktür. "Bir bölgede en sevdiğim şey," der Buffett, "mahiyetini anladığım ve süreceği kanaatini taşıdığım ekonomik güçtür."[11]

Yönetim Doktrinleri

Buffett yeni bir yatırım yaparken ya da bir şirket satın alırken yönetimin kalitesini derinlemesine inceler. Berkshire'ın satın aldığı şirketlerin veya hisse senetlerinin hayranlık uyandıracak kadar dürüst ve yetkin yöneticiler tarafından işletilmesinin şart olduğunu söyler. "İşin geleceği ne kadar parlak olursa olsun, hayranlık duyulacak niteliklere sahip olmayan yöneticilerle işbirliği yapma arzusunda değiliz," der, "şimdiye kadar işinde kötü bir kişiyle iyi anlaşmalar yapabildiğimiz hiç olmadı."[12]

Buffett, hayranlık uyandıran yöneticiler bulduğunda övgü konusunda cömert davranır. Her yıl, Berkshire'ın yıllık raporlarında yer alan Başkan'ın Mektubu'nu okuyanlar, Buffett'ın çeşitli Berkshire şirketlerinin yöneticileri hakkındaki olumlu sözlerine rastlayabilirler.

Hisse senetlerini değerlendirdiği şirketlerin yönetimi söz konusu olduğunda da aynı derecede titizdir. Özellikle üç kritere bakar:

1. Yönetim akılcı davranıyor mu?
2. Yönetim, hissedarlarına dürüst mü?
3. Yönetim kurumsal mecburiyetlere direnç gösterebiliyor mu?

Buffett'a göre en büyük övgüyü hak eden yöneticiler, başında bulundukları şirketleri daima kendi şirketleriymiş gibi düşünerek yönetenlerdir. Şirketlerini sahiplenen yöneticiler, şirketlerinin hisse değerlerini artırmak gibi ana hedefleri asla göz ardı etmez ve bu hedeflere ulaşma yolunda daima makul kararlar alırlar. Buffett, hissedarlara dürüstçe ve eksiksiz rapor verme sorumluluğu taşıyan, kurumsal mecburiyetlere direnme cesareti gösteren ve sektördeki arkadaşlarını körü körüne takip etmeyen yöneticileri de büyük ölçüde takdir eder.

Rasyonellik

En önemli yönetim eylemi, şirkette sermaye tahsisidir. En önemli eylem budur çünkü sermaye tahsisi zaman içinde hisse değerini de belirler. Şirketin, gelirleriyle ne yapacağına –yeni bir yatırım mı yoksa hissedarlara kâr dağıtımı mı– karar vermek, Buffett'a göre bir mantık ve akılcılık sınavıdır. *Fortune* dergisinden Carol Loomis'e göre, "Rasyonellik, Buffett'ın Berkshire yönetiminde en ayırt edici bulduğu niteliktir; diğer şirketlerde genellikle eksik bulduğu nitelik de yine budur."[13]

Kazançların nereye tahsis edileceği sorusu, o şirketin, yaşam döngüsünün neresinde olduğuyla bağlantılıdır. Bir şirket ekonomik yaşam döngüsü boyunca ilerlerken büyüme oranları, satışları, kazançları ve nakit akışları önemli ölçüde değişir. Gelişme aşamasındaki bir şirket, ürün geliştirme ve pazar oluşturma faaliyetlerine çok para harcar. Bir sonraki aşama hızlı büyümedir; şirket bu aşamada kârlıdır ancak bü-

yümeyi finanse edemeyecek kadar hızlı büyür, çoğu kez sadece tüm kazancını elinde tutması da yetmez, aynı zamanda büyümeyi finanse etmek için borç almalı veya hisse senedi çıkarmalıdır. Üçüncü aşamada, olgunlaşan şirketin büyüme hızı yavaşlar ve şirket, geliştirme ve işletme maliyetleri için ihtiyaç duyduğundan daha fazla para kazanmaya başlar. Son aşama olan düşüş sırasında şirketin satışları ve kazançları azalır ancak fazladan nakit üretmeye devam eder. Üçüncü ve dördüncü ama özellikle üçüncü aşamada şu soru ortaya çıkar: Bu kazançlar nasıl tahsis edilmelidir?

Dahili yatırıma sarf edilen fazla nakit, ortalamanın üzerinde bir özsermaye getirisi sağlayabiliyorsa, yani sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri elde edebiliyorsa şirket tüm kazancını elinde tutmalı ve yeni yatırıma harcamalıdır. Tek mantıklı yol budur. Sermaye maliyetinden *daha düşük* getiri sağlayacak bir yatırım için kazancı elde tutmak ise tamamen mantıksızdır, oysa bu oldukça sık yapılır.

Ortalama veya ortalamanın altında yatırım getirisi sağlayan, ancak ihtiyaçlarının üzerinde nakit üreten bir şirketin üç seçeneği vardır: (1) Sorunu görmezden gelip ortalamanın altında getiri oranları için yatırım yapmaya devam edebilir, (2) büyümeyi satın alabilir veya (3) parayı hissedarlara dağıtabilir. İşte bu kavşak noktasında Buffett, yönetimin vereceği kararlara titizlikle odaklanır çünkü burada yönetim ya akılcı ya da irrasyonel bir karar verecektir.

Yöneticiler genelde durumun geçici olduğu inancıyla ortalamanın altında getirilere rağmen yatırım yapmaya devam ederler. Şirketlerinin kârlılığını yönetimsel hünerle artırabileceklerine inanırlar. Hissedarlar, yönetimlerin iyileştirme söylemleriyle büyülenirler. Bir şirket bu sorunu sürekli görmezden gelirse, nakit giderek âtıl bir kaynak haline gelecek ve hisse senedi fiyatları düşecektir.

Ekonomik getirisi zayıf, nakdi fazla ve hisse senedi fiyat-

ları düşük olan bir şirket, şirket avcılarını üzerine çekecektir ki bu da mevcut yönetimin görev süresinin dolmak üzere olduğunun işaretidir. Yöneticiler kendilerini korumak için sıklıkla ikinci seçeneği tercih ederler ve başka bir şirketi bünyelerine katarak büyümeyi satın alırlar.

Bu satın alma planlarını duyurarak, hissedarlarını heyecanlandırırken şirket avcılarını da geri püskürtmüş olurlar. Ancak Buffett büyümeyi satın alan şirketlere şüpheyle yaklaşır. Öncelikle, büyüme genellikle yüksek bir fiyata gelir. Üstelik yeni bir işi kendine entegre edip yönetmeye başlayacak bir şirket, hissedarlar için maliyetli olabilecek hatalar yapmaya yatkındır.

Buffett'a göre, ortalamanın üzerinde yatırım getirisi sağlayamayan ve yüksek nakit birikimine sahip şirketler için tek makul ve sorumlu davranış, bu parayı hissedarlara dağıtmaktır. Bunun için iki yöntem vardır: (1) temettü dağıtmak ya da mevcut olanı artırmak ve (2) hisseleri geri satın almak.

Hissedarlar, temettülerinden elde ettikleri para ile daha yüksek getiri elde etmek üzere başka yerlere bakma fırsatına sahip olurlar. Bu, yüzeysel olarak, kârlı da bir şeydir ve birçok kişi temettülerdeki artışı işlerin iyi gittiğinin bir işareti gibi görür. Buffett bunun sadece, yatırımcıların, şirketin birikmiş kazançlarının yeniden şirkete yatırılması durumunda elde edebileceğinden daha fazlasını kazanmaları halinde doğru olduğuna inanır.

Temettülerin gerçek değerleri bazen yanlış anlaşılıyorsa, kazancı hissedarlara iade etmenin ikinci yolu olan hisselerin geri alımı daha da yanlış anlaşılır. Çünkü bunun şirket sahiplerine sağlayacağı fayda birçok açıdan daha dolaylı, daha soyut ve daha dolambaçlıdır.

Yönetim hisseleri geri topladığında Buffett bunun iki açıdan kârlı olacağını düşünür. Hisse senedi gerçek değerinin altında satılıyorsa hisse satın almak ticari açıdan mantıklıdır.

Bir şirketin hisse senedi fiyatı 50 dolar ve asli değeri 100 dolar ise, yönetim kendi hissesini her satın aldığında, harcadığı her bir dolar için 2 dolar asli değer elde ediyor demektir. Bu nitelikteki işlemler, kalan hissedarlar için çok kârlı olabilir.

Dahası, Buffett'a göre, yöneticiler şirketin piyasadaki hisselerini aktif olarak satın aldıkları zaman, bunun şirket yapısını genişletme amacı taşıyan yüzeysel bir yaklaşımdan ziyade, hisse sahiplerinin çıkarlarını en iyi şekilde koruyan bir davranış sergiledikleri düşünülür. Bu tür bir duruş hem piyasaya şirket hakkında olumlu sinyaller gönderir hem de hissedarlarının yatırımlarını büyüten, iyi yönetilen bir şirket arayan diğer yatırımcıların ilgisini çeker. Genellikle böyle durumlarda yatırımcılar hem piyasadaki alımın yarattığı fiyat artışından hem de diğer yatırımcıların pozitif ilgisinin getirdiği artıştan yararlanarak iki kez ödüllendirilmiş olurlar.

Dürüstlük

Buffett, şirketlerinin finansal performansını dürüst ve eksiksiz bir şekilde raporlayan, hataları kabul eden, başarıları paylaşan ve hissedarlara her şekilde samimi davranan yüksek saygınlıktaki yöneticileri tutar. Özellikle, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin (GAAP)* arkasına saklanmadan şirketlerinin performansını anlatabilen yöneticilere saygı duyar.

Buffett'ın, "Açıklanması gerekenler," dediği veriler –ister GAAP olsun, ister GAAP dışı olsun isterse de ekstra GAAP olsun– mali okuryazarlığı olan okurların üç temel soruya cevap bulacağı verilerdir: (1) Şirketin değeri yaklaşık ne kadardır? (2) Gelecekteki yükümlülüklerini yerine getirme olasılığı nedir? (3) Yöneticiler, ellerindeki kartlar göz önüne alındığında bu işi ne kadar iyi yapıyor?"[14]

* Generally Accepted Accounting Principles: Genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri. *-yhn*

Buffett ayrıca başarısızlığı açıkça tartışma cesaretine sahip yöneticilere de hayrandır. Zaman içinde her şirket hem büyük hem de küçük hatalar yapar. Ona göre yöneticilerin büyük bir çoğunluğu dürüst açıklamalar yapmak yerine aşırı iyimser raporlar sunar. Kısa vadede yöneticilerin menfaatine olan bu durum, uzun vadede kimseye yarar sağlamaz.

Buffett, açıkça, yıllık raporların çoğunun sahte olduğunu söyler. Bu nedenle, Berkshire Hathaway hissedarlarına hazırladığı yıllık raporlarında Buffett, Berkshire'ın ekonomik ve yönetimsel performansını iyi ve kötü taraflarıyla ortaya koymaktan çekinmez. Yıllar boyunca Berkshire'ın hem tekstil hem de sigorta işlerinde karşılaştığı zorlukları ve bu işlerle ilgili kendi yönetimsel hatalarını hep kabul etmiştir. 1989 Berkshire Hathaway yıllık raporunda, hatalarını tek tek sıralama uygulamasını başlatmış ve bu listeyi "İlk Yirmi Beş Yılın Hataları (Yoğunlaştırılmış Versiyon)" olarak adlandırmıştı. İki yıl sonra başlık "Güncel Hatalar" olarak değiştirildi. Burada Buffett, sadece yapılan hataları değil, uygun şekilde hareket edemediği için kaybedilen fırsatları da itiraf ediyordu.

Berkshire'ın hisse senetlerindeki büyük kişisel payı nedeniyle kovulma konusunda asla endişelenmesine gerek olmayan Buffett'ın, hatalarını alenen kabul etmesinin biraz kurnazca olduğunu söyleyen eleştiriler de yapılmıştı. Bu doğrudur. Ancak Buffett, dürüstlük konusunda örnek olarak, yönetim raporlarında sessizce yeni bir yaklaşım yaratıyor. Buffett, açıksözlülüğün en az hissedar kadar yöneticiye de fayda sağladığına inanır. "Başkalarını açıktan kandıran CEO," der, "nihayet kendisini de gizliden kandırır."[15] Buffett, Charlie Munger'a, yalnızca başarılara odaklanmak yerine kişinin hatalarını da gözden geçirmesinin değerini anlamasını sağladığı için de saygı duyar.

Kurumsal Mecburiyetler

Yönetim hatalarla yüzleşerek hem bilgelik hem de güven kazanıyorsa neden çoğu yıllık raporlar yalnızca başarıdan söz eder? Sermaye tahsisi bu kadar basit ve mantıksal temellere dayanıyorsa neden bu kadar kötü yapılıyor? Buffett, cevabın, "kurumsal mecburiyetler" adını verdiği görünmeyen bir güç olduğunu anlamıştı. Şirket yöneticileri bu görünmez güç yüzünden, ne kadar saçma veya mantıksız olursa olsun, başkalarının davranışlarını taklit etme eğilimine girerler.

Buffett'ın kariyerindeki en şaşırtıcı keşif budur. Okulda, deneyimli yöneticilerin dürüst ve akıllı olduğunu ve otomatik bir şekilde rasyonel kararlar aldığını öğrenmiştir. İş dünyasına girdiğinde ise bunun yerine "kurumsal mecburiyetler devreye girdiğinde akılcılığın sıklıkla kaybolduğunu" görmüştür.[16]

Buffett, oldukça sık ve ciddi boyutlarda karşımıza çıkan şu durumların nedeninin kurumsal mecburiyetler olduğuna inanır: "(1) [Kurumun] mevcut gidişatında meydana gelebilecek her değişikliğe direnmesi; (2) işler, bütün zamanları dolduracak kadar çoğalırken, mevcut fonları eritecek şekilde kurumsal projeler veya satın almaların ortaya çıkması; (3) liderin herhangi bir arzusunun, ne kadar aptalca olursa olsun, emre amade neferleri tarafından ayrıntılı getiri tabloları ve stratejik analizler eşliğinde hemen destek görmesi ve (4) genişleyen, satın almalar yapan, makam ödeneği tahsis eden benzer şirketlerin eylemlerinin düşünülmeden taklit edilmesi."[17]

Buffett bu dersi erken dönemde almıştı. Berkshire'ın 1967'de satın aldığı National Indemnity'nin başkanı Jack Ringwalt dik başlı bir hamle yaptı. Çoğu sigorta şirketi yetersiz getiri –veya daha kötüsü, kayıp– üreteceği garanti olan koşullarla poliçeler yaparken Ringwalt piyasadan çekildi ve

yeni poliçeler yapmayı reddetti. Buffett, Ringwalt'ın kararındaki hikmeti fark etti ve gereğince hareket etti. Bugün Berkshire'ın tüm sigorta şirketleri hâlâ bu doktrinle çalışır: Sırf herkes yapıyor diye bir eylem doğru sayılamaz.

Bu kadar çok işletmeyi etkisi altına alan kurumsal mecburiyetlerin arkasında yatan nedir? İnsan doğası. Çoğu yönetici, lemminglerin denize doğru yaptığı intihar yürüyüşü gibi, eylemlerle üç aylık dönem kârları açıklayan sektörel rakiplerinin karşısında utanç verici zararlar açıklayarak aptal yerine düşmemek için onlar gibi davranır.

Alışılmadık kararlar vermek veya yön değiştirmek asla kolay değildir. Yine de güçlü iletişim becerilerine sahip bir yönetici, eğer bu değişiklik uzun vadede büyük kazançlar getirecekse, hissedarları kısa vadeli bir kaybı göğüsleme konusunda ikna edebilmelidir. Buffett, kurumsal mecburiyetlere direnememenin genellikle şirket ortaklarının tutumlarından çok, yöneticilerinin köklü değişiklikleri benimsemede isteksiz davranmalarından kaynaklandığını öğrenmişti. Yöneticiler radikal bir değişimin ihtiyaç olduğunu kabul etse bile, bu planı uygulamak, çoğu yönetici için genellikle oldukça zordur. Bunun yerine birçoğu, mevcut finansal gerçeklerle yüzleşmek yerine yeni bir şirket satın almanın cazibesine kapılır.

Bunu neden yaparlar? Buffett yönetim davranışlarında etkili olan faktörleri üçe ayırır:

1. Çoğu yönetici, eylem arzusunu kontrol edemez. Bu tür bir hiperaktivite, genellikle çıkış noktasını şirket satın almada bulur.
2. Çoğu yönetici kendi satışlarını, kazançlarını ve makam ödeneklerini devamlı sektör içi ve dışındaki diğer şirketlerle karşılaştırır. Bu karşılaştırmalar her zaman kurumsal hiperaktiviteyi davet eder.

3. Yöneticilerin birçoğu kendi becerileri konusunda abartılı bir bakışa sahiptir.

Bir diğer yaygın sorun ise sermaye tahsisi konusundaki beceriksizliktir. CEO'lar genellikle mühendislik, pazarlama, üretim veya idari birimler gibi şirketin farklı alanlarında üstünlük sağlayarak bu pozisyonlara yükselirler. Sermaye tahsisinde çok az deneyimle personele, danışmanlara veya yatırım bankacılarına yönelirler ve kaçınılmaz olarak kurumsal mecburiyetlerine karar verme sürecine girerler. Buffett'a göre; eğer CEO bir şirket satın almayı arzu ediyor ve bu satın almanın kârlı olabilmesi için yatırım getirisinin % 15 olması gerekiyorsa, o emir erleri ne yapar eder, işin % 15,1 kâr getireceğini raporlarlar.

Kurumsal mecburiyetin bir diğer görüntüsü de akılsızca taklittir. D Şirketinin CEO'su kendi kendine, "A, B ve C şirketlerinin hepsi aynı şeyi yapıyorsa bizim için de aynı şeyi yapmamız doğru olmalı," diye düşünür.

Buffett, onların avantacılık ya da aptallıkları nedeniyle değil, bu talihsiz davranışa direnmeyi zorlaştıran kurumsal mecburiyet yüzünden başarısızlığa mahkûm olduklarına inanır. Bir grup Notre Dame öğrencisi önünde konuşan Buffett, otuz yedi yatırım bankacılığı firmasının bir listesini göstermişti. Başarı şansı onların lehine olmasına rağmen, hepsinin de başarısız olduğunu söyledi. New York Borsası'nın hacmi on beş kat artmıştı ve bu firmaların başında, yoğun başarı arzusu taşıyan, çok yüksek IQ'lu çalışkan insanlar vardı. Yine de hepsi başarısız oldu. Buffett duraksadı. "Bunu bir düşünün," dedi sertçe, gözleri salonu taradı, "böyle bir sonucu nasıl elde etmiş olabilirler? Ben söyleyeyim: Rakiplerini körlemesine taklit ettiler."[18]

Yönetime Değer Biçmek

Buffett, yöneticileri akılcılık, dürüstlük ve bağımsız düşünme gibi boyutlara göre değerlendirmenin finansal performanslarını ölçmekten daha zor olduğunu, bunun da insanların sayılardan daha karmaşık olması gerçeğine dayandığını ilk kabul edenlerdendi.

Gerçekten de birçok analist, insan eylemlerini ölçmenin belirsiz ve kesinlikten uzak olduğunu, yönetimleri güvenilir bir şekilde değerlendirmek mümkün olmadığı için bunun beyhude bir çaba olduğunu söyler. Ondalık sayılar olmadan ölçülebilecek hiçbir şey olmadığını öne sürerler. Bazılarıysa yönetimin değerinin, şirketin satışlar, kâr marjları, yatırım getiri oranları gibi performans istatistiklerine tamamıyla yansıdığı ve başka hiçbir ölçüme gerek olmadığı görüşündedir.

Her iki görüşün de bir miktar geçerliliği vardır ancak bana göre ikisi de orijinal önermeden daha ağır basacak kadar güçlü değildir. Yönetimi değerlendirmenin nedeni, nihai finansal performansın, erken uyarı sinyallerini vermesidir. Yönetim ekibinin sözlerine ve eylemlerine yakından baktığınızda, ekibin işlerinin değerini şirketin finansal raporlarında veya günlük bir gazetenin borsa sayfalarında çıkmadan çok önce görmenize yarayacak ipuçları bulursunuz. Bunu yapmak biraz araştırma gerektirecektir ve iradesi zayıf, tembel insanlar zaten bunu yapmayacaktır. Bu, onların kaybı, sizin ise kazancınız olur.

Buffett gerekli bilgileri toplamak için birkaç ipucu da sunar: Birkaç yıl öncesine ait yıllık raporları gözden geçirin ve yönetimin geleceğe yönelik stratejiler hakkında söylediklerine özellikle dikkat edin. Sonra bu planları bugünün sonuçlarıyla karşılaştırın: Planların ne kadarı tam olarak gerçekleştirilmiş? Ayrıca birkaç yıl önceki stratejileri bu yılki strateji ve

fikirlerle karşılaştırın: Düşünceleri nasıl değişmiş? Buffett'a göre ayrıca ilgilendiğiniz şirketin yıllık raporlarını aynı sektördeki benzer şirketlerin raporlarıyla karşılaştırmak çok yararlı olabilir. Birebir eşleşmeler bulmak her zaman kolay değildir ancak göreli performans karşılaştırmaları bile doğru öngörü sağlayabilir.

Burada şunu belirtmek önemli; yönetimin niteliği Buffett'ın ilgisini tek başına çekmeye yetmez. Yönetim ne kadar etkileyici olursa olsun, Buffett, yalnızca insanlara yatırım yapmaz çünkü en zeki ve en yetenekli yöneticilerin bile yeterince zorluysa kurtaramayacakları işler vardır. Buffett, Capital Cities/ABC'de Tom Murphy ve Dan Burke, Coca-Cola'da Donald Keough ve Wells Fargo'da Carl Reichardt da dahil olmak üzere Amerika'nın iş dünyasındaki en parlak yöneticilerle çalıştığı için şansı yaver gitmiştir. Bununla birlikte Buffett şunu da belirtir: "Aynı insanları son derece ilkel bir şirkete koysaydınız sonuç pek de farklı olmazdı."[19] Ve yine ekler: "Zekâsıyla tanınan bir yönetici ekonomik açıdan zayıf bir şirketle boğuştuğunda o parlaklığını kaybedecek ve şirketin rengini alacaktır."[20]

Finansal Doktrinler

Buffett'ın finansal anlamda değer verdiği doktrinler hem yönetimsel yetkinliğe hem de ekonomik performansa ilişkin bazı kendine özgü prensiplere dayanır. Öncelikle, Buffett yıllık rakamları pek ciddiye almaz. Bunun yerine, beş yıllık ortalamalara odaklanır. Alaycı bir tavırla, kârlı getirilerin her zaman gezegenimizin güneş çevresinde bir tam tur atışına denk gelmediğini söyler. Ayrıca muhasebecilerin el çabukluğuyla ürettikleri ve gerçek değeri çok az olan parlak yıl sonu rakamlarına tahammülü yoktur. Bunun yerine şu dört prensiple hareket eder:

1. Hisse başına düşen kâr yerine özsermaye getirisine odaklan.
2. Gerçek değere dair fikir edinmek için "hissedar kazançlarını" hesapla.
3. Yüksek kâr marjına sahip şirketler ara.
4. Alıkoyduğu her bir dolar için, şirketin en az bir dolar piyasa değeri kazandığından emin ol.

Özsermaye Getirisi

Geleneksel olarak, analistler yıllık şirket performansını hisse başına kazanca (EPS) bakarak ölçer. "EPS önceki yıla göre arttı mı? Şirket, beklentileri aştı mı? Kazançlar kayda değer ölçüde yüksek mi?" sorularını sorarlar.

Buffett hisse başına kazancı bir sis perdesi olarak değerlendirir. Çoğu şirket, sermaye tabanlarını artırmanın bir yolu olarak önceki yılın kazançlarının bir kısmını elinde tuttuğundan, hisse başına düşen kazançtaki rekor yükselişlerle heyecanlanmanın yersiz olduğunu düşünür. Bir şirket sermaye tabanını % 10 artırıyorsa, hisse başına kazançtaki % 10 artış şirket için hiçbir şey ifade etmez. Ona göre bunun bir tasarruf hesabına para yatırıp faizle birikerek katlanmasını beklemekten farkı yoktur. Buffett, bir şirketin yıllık performansını ölçmek için özsermaye getirisine, yani işletme gelirlerinin hissedar sermayelerine oranına bakmayı tercih eder.

Bu oranı kullanmak için birkaç ayarlama yapmak gerekir. İlk olarak, tüm pazarlanabilir menkul kıymetler, piyasa değeri üzerinden değil, maliyet üzerinden değerlendirilmelidir çünkü bir bütün olarak borsadaki değerler, belirli bir şirketin özsermaye getirilerini büyük ölçüde etkileyebilir. Örneğin, borsa bir yılda çarpıcı bir şekilde yükselir ve böylece şirketin net değeri artarsa, gerçekten de büyük bir işletme performansı gösterilse bile bu büyük paydanın içinde kaybolacak-

tır. Tersine, düşen fiyatlar hissedarların özkaynaklarını azaltır, bu da vasat işletme rakamlarının gerçekte olduğundan çok daha iyi görünmesine yol açar.

İkinci olarak, olağandışı kalemlerin bu oranın payı üzerindeki etkilerini de kontrol etmeliyiz. Buffett, tüm sermaye kazançları ve zararlarının yanı sıra işletme kazancını artırabilecek veya azaltabilecek olağandışı kalemleri hariç tutar. Şirketin spesifik yıllık performansını diğer etkilerden ayrık bir şekilde tespit etmeye çalışır. Yönetimin, kullandığı sermayeye karşılık, işletmenin faaliyetlerinden getiri sağlama görevini ne kadar başardığını bilmek ister. Yönetimin ekonomik performansının en iyi göstergesinin bu olduğunu söyler.

Aynı zamanda Buffett, şirketlerin hiç borçlanmadan ya da çok az borçla özsermayeleri üzerinden getiri elde etmesi gerektiğine inanır. Şirketlerin borç/özsermaye oranlarını yükselterek özsermaye getirilerini artırabileceklerini bilir ve bundan etkilenmez. "İyi iş veya yatırım kararları, kaldıraç yardımı olmadan da hayli tatmin edici sonuçlar üretir," der.[21] Dahası, yüksek kaldıraçlı şirketler ekonomik durağanlık dönemlerinde savunmasız kalır. Buffett, yüksek borç ile riski artırarak Berkshire hissedarlarının faydasını riske atmaktansa finansal nitelikte hatalar yapmayı tercih eder.

İhtiyatlı duruşuna rağmen Buffett'ın borçtan da korkusu yoktur. Aslında ihtiyaç duyulduktan sonra değil, daha ileride kullanma beklentisiyle borç almayı tercih eder. Kârlı şirket satın almaların, para var olduğu zaman gerçekleştiğinde ideal olacağını ama deneyimlerine göre hep bunun tersi olduğunu söyler. Ucuz paranın varlık fiyatlarını yukarı tırmandırma eğilimi vardır. Paranın zor bulunması ve yüksek faizli olması, borçlanma maliyetlerini artırır ve varlıkların fiyatlarını genellikle aşağı çeker. Tam da şirket satın almak için en iyi fiyatlar mevcut olduğunda, yüksek faizli paranın maliyeti, fırsatı çekici olmaktan çıkarabilir. Bu nedenle Buffett şirket-

lerin aktif ve pasiflerinin birbirinden bağımsız yönetilmesi gerektiğini söyler.

Daha sonra iyi bir iş fırsatı bulma umuduyla bu şimdiden borçlanma yaklaşımı, kısa vadeli kazançları baltalayacaktır. Ancak Buffett, yalnızca işin gelecekteki geri dönüşünün borcun masrafını fazlasıyla karşılayacağından yeterince emin olduğu zaman harekete geçer. Bir başka husus: Cazip iş fırsatlarının varlığı sınırlı olduğu için Buffett, Berkshire'ın her zaman hazırlıklı olmasını da ister. "Az bulunan ve hızlı koşan filleri vurmak istiyorsanız," der Buffett, "her zaman silah taşımalısınız."[22]

Buffett bir şirket için hangi borç seviyelerinin uygun veya uygunsuz olduğu konusunda bir şey söylemez. Bu tamamen anlaşılabilir bir durumdur: Farklı şirketler, nakit akışlarına bağlı olarak farklı borç düzeylerini yönetebilirler. Buffett'ın söylediği şey, iyi bir şirketin, kaldıraç yardımı olmadan özkaynaklardan iyi getiriler elde etmesinin mümkün olduğudur. Özkaynaktan iyi getiri elde etmek için borca bağımlı olan şirketlere şüpheyle yaklaşılmalıdır.

Hissedar Kazançları

Buffett, "İlk olarak bilmeniz gereken şey, bütün kazançların eşit olmadığıdır," der.[23] Kârlarına kıyasla yüksek düzeyde varlıkları olan şirketlerin, yapay kazançlar bildirme eğiliminde olduğuna işaret eder. Enflasyon, varlık ağırlıklı işletmelere zarar verdiğinden, bu şirketlerin kazançları serap gibi bir nitelik kazanır. Bu nedenle, analist için, muhasebe kazançları yalnızca şirketin beklenen nakit akışına yaklaşıyorlarsa anlamlıdır.

Ancak Buffett, nakit akışının dahi şirket değerini ölçmek için mükemmel bir araç olmadığını, hatta bunun genellikle yatırımcıları yanılttığı konusuna dikkat çeker. Nakit akışı,

başlangıçta büyük yatırımları olan ve daha sonra emlak artırma, gaz sahaları ve kablo şirketleri gibi daha küçük harcamaları olan işletmeleri değerlendirmek için uygun bir yoldur. Öte yandan, sürekli sermaye harcaması gerektiren imalat şirketleri, yalnızca nakit akışı kullanılarak doğru bir şekilde değerlendirilemez.

Bir şirketin nakit akışı, genellikle vergiler artı yıpranma, tükenme, amortisman ve diğer nakit dışı masraflardan sonraki net gelir olarak tanımlanır. Buffett, bu tanımın kritik bir ekonomik gerçeği, sermaye harcamalarını dışarıda bırakması nedeniyle sorunlu olduğunu söyler. Şirket, ekonomik konumunu ve hacmini korumak için gereken yeni ekipman, tesis büyütme ve diğer iyileştirmeler için o yılki kazancın ne kadarını kullanmalıdır? Buffett'a göre ABD'deki işletmelerin ezici bir çoğunluğu, kabaca amortisman oranlarına eşit sermaye harcamaları talep eder. Buffett'a göre sermaye harcamalarını bir yıl kadar erteleyebilirsiniz ancak gerekli sermaye harcamalarını uzun süre yapmazsanız işiniz kesinlikle zarar görür. Bu sermaye harcamaları, işçilik ve hizmet maliyetleri düzeyinde bir masraftır.

İşletmelere ödenen fahiş fiyatlar bir şirketin nakit akışı ile gerekçelendirildiği için, kaldıraçlı satın alma döneminde nakit akışı rakamlarının popülerliği artmıştır. Buffett, nakit akışı rakamlarının, "şirket ve menkul kıymet pazarlamacıları tarafından gerekçesi olmayanı haklı çıkarmak ve dolayısıyla satılamayacak olanı satmak amacıyla sıklıkla kullanıldığına" inanır. "Kazançlar çöp olmuş bir tahvilin borcunu ödemek veya anlamsız bir hisse senedi fiyatını haklı çıkarmak için yetersiz göründüğünde, nakit akışına odaklanmak tabii ki uygun hale gelir."[24] Ancak Buffett, gerekli sermaye harcamalarını düşmeyecekseniz, nakit akışına odaklanamayacağınız konusunda uyarır.

Buffett, nakit akışı yerine "hissedar kazançları" olarak ad-

landırdığı kavramı kullanmayı tercih eder. Hissedar kazançları, şirketin net geliri artı yıpranma, tükenme ve amortismandan, sermaye harcamaları ve ihtiyaç duyulabilecek her türlü ek işletme sermayesi düşülerek bulunur. Ancak Buffett hissedar kazançlarının birçok analistin talep ettiği kesin hesabı sağlayamadığını da kabul eder. Gelecekteki sermaye harcamalarını hesaplamak genellikle tahmin gerektirir. Yine de Buffett, Keynes'ten alıntı yaparak, "Kesinlikle yanlış olmaktansa az çok doğru olmayı tercih ederim," der.

Kâr Marjları

Philip Fisher gibi Buffett da, yönetimin, satışları kâra dönüştürememesi durumunda büyük işletmelerin kötü yatırımlar yaptığının farkındadır. Kârlılığın büyük bir sırrı yoktur; her şey maliyetleri kontrol etmekten ibarettir. Buffett'ın deneyimlerine göre, yüksek maliyetli operasyonların yöneticileri, sürekli genel giderleri artırmanın yollarını ararken, düşük maliyetli operasyonların yöneticileri her zaman masrafları azaltmanın yollarını bulur.

Buffett'ın maliyetleri artırıp duran yöneticilere asla tahammülü yoktur. Bu yöneticiler çoğu kez maliyetleri satışlarla uyumlu hale getirmek için yeniden yapılandırma programları başlatmak durumunda kalırlar. Ne zaman bir şirket maliyet düşürme programı başlatsa, Buffett'a göre bu, yönetimin yüksek maliyetlerin hissedarlara getireceği problemleri anlamadığı manasına gelir. "Gerçekten iyi bir yönetici," der Buffett, "sabah kalkıp, 'Bugün maliyetleri düşüreceğim,' demez. Çünkü bu, sabah kalkıp, 'Bugün nefes alacağım,' demekle eşdeğerdir."[25]

Buffett, Wells Fargo'dan Carl Reichardt ile Paul Hazen ve Capital Cities/ABC'den Tom Murphy ile Dan Burke de dahil olmak üzere birlikte çalıştığı en iyi yönetim ekiplerinin,

gereksiz harcamalara yönelik amansız mücadelelerini başarılarının bir göstergesi olarak alkışlar. Bu yöneticilerin "gerekenden daha fazla eleman çalıştırmaktan nefret ettiklerini" ve "rekor düzeylerde kâr elde ederken de bunalım zamanlarında da masrafları kısma konusunda aynı düzeyde hırs gösterdiklerini" söyler.[16]

Maliyetler ve gereksiz harcamalar söz konusu olduğunda Buffett'ın kendisi de zorludur. Herhangi bir iş operasyonu için doğru miktarda personel gerektiğini bilir ve her bir dolarlık satış için uygun bir harcama düzeyi olduğuna inanır. Berkshire'ın kâr marjları konusunda çok hassastır.

Berkshire Hathaway benzersiz bir şirkettir. Hukuk departmanı, halkla ilişkiler veya yatırımcı ilişkileri departmanı bulunmaz. Birleşme ve devralmaları planlayan, MBA eğitimi almış çalışanlardan oluşan stratejik planlama departmanları da yoktur. Berkshire'ın vergi sonrası kurum giderleri, şirket kazançlarının % 1'inden daha azdır. Berkshire büyüklüğündeki çoğu şirketin kurumsal giderleri on kat daha fazladır.

Bir Dolar İlkesi

Genel olarak konuşursak borsa şu temel soruya cevap verir: Bu şirketin değeri nedir? Buffett, uzun vadeli ekonomik beklentileri olan, yetenekli ve hissedar odaklı yöneticiler tarafından yönetilen bir şirket seçerse, bunun o şirketin artan piyasa değerine yansıyacağı inancıyla hareket eder. Buffett, aynı şeyin dağıtılmamış kârlar için de geçerli olduğunu söyler. Bir şirket, dağıtılmamış kârlarını uzun bir süre verimsiz bir şekilde kullanırsa, sonunda piyasa (haklı olarak) şirketin hisselerini daha düşük fiyatlandıracaktır. Tersine, bir şirket artırılmış sermaye üzerinden ortalamanın üzerinde getiri elde edebilmişse, bu başarı hisse senetlerine fiyat artışı olarak yansıyacaktır.

Hisse senedi piyasasının, uzun vadede şirket değerlerini makul bir şekilde izleyeceğini biliyoruz ancak bazı yıllarda fiyatlar değer dışındaki nedenlerle büyük ölçüde değişebilir. Bu yüzden Buffett, sadece bir işletmenin ekonomik çekiciliğini değil, aynı zamanda yönetimin hissedar değeri yaratma hedefini ne derece başardığını değerlendirmek için hızlı bir test oluşturdu: Bir Dolar İlkesi. Değerdeki artış, en azından, bir bir elde tutulan dolar miktarı ile eşleşmelidir. Şirket değeri, dağıtılmamış kâra oranla ne kadar artarsa o kadar iyidir. Sonuç olarak Buffett, "Bu devasa mezatta, dağıtılmamış her bir doların en sonunda en az bir dolar piyasa değerinde artışa dönüştüğü ekonomik özelliklere sahip şirketleri bulmak bizim işimizdir," der.[27]

Piyasa Doktrinleri

Şimdiye kadar açıklanan tüm doktrinler tek bir karar noktasına götürür: Bir şirketin hisselerini satın almak veya almamak. Bu noktada iki faktörü iyi tartmak gerekir: Bu şirket değerli mi ve onu satın almak için iyi bir zaman mı, yani fiyatı uygun mu?

Fiyat borsa tarafından belirlenir. Değer ise şirketin işi, yönetimi ve finansal özellikleri hakkında bilinen tüm bilgiler tartıldıktan sonra analist tarafından belirlenir. Fiyat ve değer her zaman eşit değildir. Borsa her zaman etkin olsaydı fiyatlar mevcut tüm bilgilere göre ânında ayarlanırdı. Elbette bunun olmadığını, en azından her zaman olmadığını biliyoruz. Menkul kıymetlerin fiyatları, çeşitli nedenlerle şirket değerlerinin üstünde ve altında hareket eder ve bu hareketlerin hepsi mantıklı değildir.

Teorik olarak, yatırımcının eylemlerini, fiyat ve değer arasındaki farklar belirler. Bir işletmenin fiyatı hisse başına değerinin altındaysa rasyonel bir yatırımcı, işletmenin his-

selerini satın alacaktır. Aksine fiyat, değerden yüksekse yatırımcı vazgeçecektir. Şirket ekonomik değer yaşam döngüsü boyunca ilerlerken, analist periyodik olarak piyasa fiyatına göre şirketin değerini yeniden değerlendirecek ve buna göre hisse satın alacak, satacak veya elinde tutacaktır. Özetle, rasyonel yatırımın iki bileşeni vardır:

1. Şirketin hisse değeri nedir?
2. Şirket hisseleri, değerlerinin çok altında bir fiyata satın alınabilir mi?

Değer Biçmek

Finansal analistler yıllarca şirketlerin içsel değerini hesaplamak için birçok formül kullanmışlardır. Bazıları düşük fiyat-kazanç oranları, düşük fiyat-defter değeri oranları ve yüksek temettü getirileri gibi farklı kısa yollardan hoşlanır. Ancak Warren Buffett'a göre en iyi sistem, yetmiş yıldan daha uzun bir süre önce John Burr Williams'ın *The Theory of Investment Value* kitabında belirlenmiştir. Williams'ın sözlerini Buffett kendi sözcükleriyle şöyle aktarır: Bir şirketin değeri, ömrü boyunca üretmesi beklenen net nakit akışını belirli bir iskonto oranıyla bugüne uyarlayarak elde edilir. "Bu çok değerli formül sayesinde," der Buffett, "en ilkel üreticilerden ceptelefonu operatörlerine kadar bütün işletmeler, birbirine ekonomik açıdan eşit hale gelir."[28]

Buffett, burada uygulanacak matematiksel işlemin, bir tahvili değerlemek için yapılacak işleme çok benzediğini söyler. Bir tahvilin gelecekteki nakit akışlarını belirleyen bir kuponu bir de vade tarihi vardır. Tahvilin tüm kuponlarını toplar ve toplamı uygun iskonto oranına (tahvilin vadesinin faiz oranı) bölerseniz, tahvilin fiyatı ortaya çıkacaktır. Bir işletmenin değerini belirlemek için analist, işletmenin gele-

cekte bir süre için üreteceği kuponları (hissedar kazançlarının nakit akışı) tahmin eder ve ardından tüm bu kuponları bugüne indirger.

Buffett için bir şirketin değerini belirlemek, doğru değişkenleri (nakit akışı ve uygun iskonto oranı) yerine koyduğunuz sürece kolaydır. Ona göre, bir şirketin gelecekteki nakit akışının öngörülebilirliği, tahvillerdeki "kupon benzeri" bir kesinlik kazanmalıdır. İşletme basit ve anlaşılır ise, ek olarak da tutarlı kazançlarla faaliyet gösteriyorsa, Buffett gelecekteki nakit akışlarını yüksek derecede doğruluk ile belirleyebilir. Bunu yapamıyorsa bir şirkete değer biçmeye zaten teşebbüs etmeyecektir. Onun yaklaşımının ayırt edici özelliği budur.

Buffett, işletmenin gelecekteki nakit akışlarını belirledikten sonra uygun olduğunu düşündüğü iskonto oranını uygular. Kullandığı iskonto oranının sadece uzun vadeli ABD devlet tahvillerinin oranı olduğunu öğrenince birçokları şaşıracaktır ama gerçekten kullandığı oran budur. Bu, herkesin kullanabileceği risksiz bir orandır.

Kimi akademisyen, hiçbir şirketin nakit akışının tahvillerinki kadar öngörülebilir olmadığından hareketle, kullanılması gereken iskontonun risksiz orana ilaveten şirketin gelecekteki nakit akışlarındaki belirsizliğini yansıtan bir risk primi olmasının daha uygun olacağını iddia eder. Ancak daha sonra öğreneceğimiz gibi, Buffett değerleme risk primi kavramını reddeder çünkü bu, sermaye varlığı fiyatlandırma modelinin bir ürünüdür ve fiyat oynaklığını bir risk ölçüsü olarak kullanır. Basit bir ifadeyle, fiyat oynaklığı ne kadar yüksekse hisse senedi risk primi de o kadar yüksek olur.

Ancak Buffett, fiyat oynaklığının bir risk ölçüsü olduğu fikrinin saçma olduğunu düşünür. Ona göre böyle bir risk, tutarlı ve öngörülebilir kazançlara sahip şirketlere odaklanılarak, ortadan kaldırılmasa bile azaltılır. "Kesinliğe çok önem veririm," der Buffett. "Böyle davranan biri için bütün risk faktörü fikri mantıksız hale gelir. Risk, ne yaptığınızı

bilmemekten kaynaklanır."[29] Elbette, bir şirketin gelecekteki nakit akışı, bir tahvilin sözleşmeye dayalı kupon ödemesiyle aynı kesinlikte tahmin edilemez. Öyle ya da böyle, Buffett, sırf piyasanın oynaklığıyla şirket hisseleri yukarı aşağı hareketlilik gösteriyor diye risk primine yüzde olarak birkaç puan eklemektense risksiz oranı tek başına kullanmayı yeğler. Yine de, riski göz ardı etmekten rahatsızsanız, satın alma fiyatında daha büyük bir güvenlik marjı arayarak bunu telafi edebilirsiniz.

Son olarak, uzun vadeli faiz oranlarının anormal derecede düşük olduğu zamanlar vardır. Bu dönemlerde Buffett'ın daha temkinli olduğunu ve daha normalize bir faiz oranı ortamını yansıtmak için risksiz orana birkaç puan eklemesinin muhtemel olduğunu biliyoruz.

Eleştirmenler, Buffett'ın iddialarına rağmen, gelecekteki nakit akışını tahmin etmenin zor olduğunu ve uygun iskonto oranı seçilse bile değerlemede önemli hatalar yapılabileceğini savunurlar. Eleştirmenler değeri belirlemek için bunun yerine farklı kısa yöntemler kullanır. "Değer yatırımcıları" adını verdiğimiz kimileri düşük fiyat-kazanç oranları, düşük fiyat-defter değerleri ve yüksek temettü getirileri gibi rakamları kullanırlar. Bu oranları kıyasıya tabi tuttuklarında, tam olarak bu muhasebe oranlarına sahip şirketleri izole ederek satın almanın başarıyı getirebileceğini söylerler. Bazıları, kazançları ortalamanın üzerinde artış gösteren şirketleri seçerek değer belirlediklerini iddia ederler ki bunlara da geleneksel olarak "büyüme yatırımcıları" denir. Oysa tipik olarak büyüyen şirketler yüksek fiyat-kazanç oranlarına ve düşük temettü getirilerine sahiptir. Ve bu, yatırımcıların aradığının tam tersidir.

Değerli hisseler satın almak isteyen yatırımcılar genellikle "değer" ve "büyüme" yaklaşımları arasında seçim yapmalıdır. Buffett, yıllar önce kendisinin de bu entelektüel çekişmeye dahil olduğunu belirtir. Bugünkü yaklaşımına göre, bu

iki düşünce ekolü arasındaki tartışma saçmadır. Ona göre büyüme ve değer yatırımı temelden birbirine bağlıdır. Değer, bir yatırımın gelecekteki nakit akışının indirgenmiş bugünkü değeridir; büyüme ise sadece değeri belirlemek için yapılan bir hesaplamadır.

Satışlar, kazançlar ve varlıklardaki büyüme, bir yatırımın değerini artırabilir ya da azaltabilir. Yatırıma aktarılan sermayenin getirisi ortalamanın üzerinde olduğunda, büyüme, değere olumlu katkıda bulunabilir; böylece şirkete bir dolar yatırım yapıldığında en az bir dolar piyasa değeri yaratılmakta olduğu varsayılır. Bununla birlikte, düşük sermaye getirisi sağlayan bir şirketin büyümesi hissedarlar için zararlı olabilir. Örneğin, havayolu şirketlerinin inanılmaz büyüme hikâyeleri vardır ancak sermaye üzerinden makul getiri elde edememesi, bu şirketlerin çoğu hissedarını olumsuz etkilemiştir.

Tüm bahsi geçen yöntemler –yüksek veya düşük fiyat-kazanç oranları, fiyat-defter oranları ve temettü getirileri– her türlü kombinasyonlarıyla yetersiz kalır. Buffett bunu bizim için özetler: "Bir işletmenin büyüyüp büyümediğine, kazançlarında dalgalanma gösterip göstermediğine veya fiyatının mevcut kazancı ve defter değerine göre yüksek ya da düşük olduğuna bakılmaksızın, bir yatırımcının gerçekten değerine göre bir şey satın alıp almadığını, yatırımı için değer elde etme ilkesine göre hareket edip etmediğini anlamanın yolu, indirgenmiş nakit akışları hesaplamasıdır. Buna göre, hisse ucuzsa yatırım isabetlidir."[30]

Cazip Fiyatlarla Alım Yapmak

Buffett istikrarlı ekonomiye sahip, hissedar odaklı yöneticiler tarafından yönetilen anlaşılabilir işletmelerin başarıyı garantilemek için tek başına iyi işlere odaklanmasının yeterli olmadığını belirtir. Önce makul fiyatlarla satın alınmalı,

ardından şirket iş beklentilerini karşılamalıdır. Eğer hata yapmışsak bunun nedeni (1) ya ödediğimiz fiyattır, (2) ya içine girdiğimiz yönetimdir ya da (3) şirketin gelecekteki ekonomik durumudur. Buffett yanlış hesaplamaların en yaygın kaynağının üçüncü şık olduğunu söyler.

Buffett'ın amacı sadece ortalamanın üzerinde getiri elde eden işletmeleri tespit etmek değil, aynı zamanda bunları tespit edilen değerlerinin çok altında fiyatlardan satın almaktır. Graham, bir hisse senedini satın almanın, ancak fiyatı ile değeri arasındaki fark bir güvenlik marjı oluşturuyorsa doğru olacağını öğretmişti.

Güvenlik marjı ilkesi Buffett'ın iki şekilde işine yarar. Bunlardan ilkinde; güvenlik marjı onu aşağı yönlü fiyat riskinden korur. Bir işletmenin değerinin hisse başı fiyatından sadece biraz daha yüksek olduğunu hesaplarsa, hisseyi satın almayacaktır. Gelecekteki nakit akışını yanlış değerlendirdiği için şirketin gerçek değerinin biraz düşmesi durumunda, sonunda hisse senedi fiyatının da ödediği fiyatın altına düşebileceğini düşünür. Ancak satın alma fiyatı ile içsel değer arasındaki marj yeterince büyükse, içsel değerin düşme riski daha azdır. Buffett eğer bir şirketi gerçek değerinin % 25 altına satın alırsa ve değer daha sonra % 10 düşerse orijinal satın alma fiyatıyla yine yeterli bir getiri sağlayacaktır.

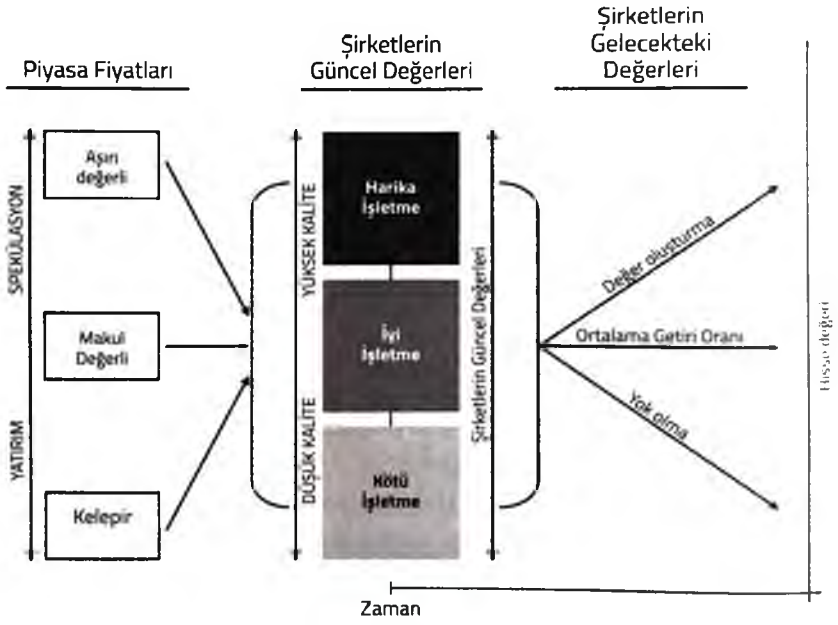
Güvenlik marjı, olağanüstü hisse senedi getirileri için fırsatlar da sağlar. Eğer Buffett, ortalamanın üzerinde ekonomik getirisi olacak bir şirketi doğru bir şekilde tahmin ettiyse, hisse fiyatı şirketin getirisine göre şekilleneceğinden, hisse senedinin değeri uzun vadede istikrarlı bir şekilde yükselecektir. Bir şirket sürekli özsermaye üzerinden % 15 kazanırsa, hisse fiyatı her yıl özsermaye üzerinden % 10 kazanan bir şirketinkinden daha fazla artacaktır. Buna ek olarak, Buffett, güvenlik marjını kullanarak, bu sıradışı işletmeyi içsel değerine göre önemli bir indirimle satın alabilirse piyasa, şirket hisselerinin fiyatını yükselttiğinde Berkshire ekstra bir

bonus daha kazanacaktır. Buffett, "Tanrı gibi, piyasa da kendi hayrına çalışana yardım eder," der, "ancak Tanrı'nın aksine piyasa, ne yaptığını bilmeyenleri affetmez."[31]

Uzun Vadeli Hisse Senedi Fiyatının Anatomisi

Görselleri daha iyi anlayan okurlar için Şekil 3.1'deki grafiği oluşturdum. Grafikte, Buffett yaklaşımını temel bileşenleriyle ve konsantre bir şekilde görebilirsiniz.

Zaman içinde (*x*-ekseni) iyi bir şirket (orta sütun), iyi bir fiyattan satın alındığı (soldaki sütun), piyasada varlığını tehlikeye düşürmeyecek yönetimsel kararlar aldığı (sağdaki sütun) ve piyasa oranına paralel gitmekten fazlasını yaptığı sürece hem hisse değerini (*y*-ekseni) hem de kendi değerini artıracaktır.



Şekil 3.1 Uzun Vadeli Hisse Senedi Fiyatlarının Anatomisi

Bu doktrinleri uygulamalı olarak görmek için 4. Bölüm'deki örnek şirketleri inceleyin.

Akıllı Yatırımcı

Buffett'ın yatırım felsefesinin en ayırt edici özelliği, onun hisse senetlerine sahip olarak kâğıt parçasına değil, şirketlerin ortaklığına sahip olduğunun açıkça farkında olmasıdır. Buffett, şirketin ürün ve hizmetleri, envanterleri, işletme sermayesi ihtiyaçları, yeniden yatırım ihtiyaçları (örn. tesis ve ekipman), hammadde giderleri ve iş ilişkileri dahil olmak üzere şirketin işletme fonksiyonlarını anlamadan hisse senedi satın almanın bilinçsizce olduğunu söyler. *Akıllı Yatırımcı* kitabının sonuç kısmında Benjamin Graham, "Akıllı yatırım, yatırım yapılan işe sahip çıkarak yapılan yatırımdır," der. Buffett sık sık bu sözlerin "yatırım hakkında şimdiye kadar yazılmış en önemli dokuz sözcük" olduğunu söyler.

Yatırımcılar bir seçim yapmak durumundadır: Kendilerini tam anlamıyla bir işletmenin sahibi gibi konumlandırabilirler ya da sırf iş olsun diye zamanlarını hisseleri alıp satmakla geçirirler, hatta kimileri de iş temelli olmayan başka bir amaç için yatırım yapabilir.

Yalnızca bir kâğıt parçasına sahip olduklarını düşünen hisse senedi sahipleri, şirketin mali tablolarından çok uzaktır. Sanki piyasanın sürekli değişen fiyatları, işletmenin bilançosundan ve gelir tablosundan çok, hisse senedi değerinin daha doğru bir yansımasıymış gibi davranırlar. Hisse senetlerini kâğıt oynar gibi alıp satarlar. Buffett bunu aptallığın doruk noktası olarak değerlendirir. Ona göre, şirkete sahip olmak ile şirketin bir hissesine sahip olmak arasında hiçbir fark yoktur ve aynı yaklaşım her ikisi için de geçerli olmalıdır. "Ben iyi bir yatırımcıyım çünkü iş insanıyım ve iyi bir iş insanıyım çünkü yatırımcıyım," diye tarif eder bu durumu.[32]

Buffett'a genellikle gelecekte ne tür şirketler satın alacağı sorulur. İlk olarak, çok az güvendiği emtia şirketlerinden ve yöneticilerinden uzak duracağını söyler. Mahiyetini iyi anladığı, ekonomik açıdan sağlıklı ve güvenilir yöneticiler tarafından yönetilen şirketleri satın alacaktır. Buffett, "İyi bir şirket her zaman iyi bir alım demek değildir," der, "ancak iyi bir alım için bakılacak yer orasıdır."[13]

4. Bölüm

Hisse Senedi Alımları

DOKUZ VAKA ÇALIŞMASI

Buffett'ın hisse senedi alımları yıllar içinde Berkshire geleneğinin bir parçası haline gelmiştir. Her yatırımın arkasında başlı başına bir hikâye vardır. Washington Post Company'nin 1973'te satın alınması, GEICO'nun 1980'de satın alınmasından çok farklıydı. Buffett'ın, Tom Murphy'nin American Broadcasting Company'yi satın almasına neden olan 500 milyon dolarlık Capital Cities yatırımı, Coca-Cola Company'ye yaptığı milyar dolarlık yatırımdan kesinlikle farklıydı. Ve bu hisse senedi alımlarının tamamı, yıllar sonra Wells Fargo, General Dynamics, American Express, IBM ve Heinz'da yaptığı yatırımlardan da farklıydı. Ancak Buffett'ın düşüncesini tam olarak anlamaya çalışan bizler için, tüm bu hisse senedi alımları çok önemli bir özellik taşıyor: Bize onun çalışma tarzını, yönetim anlayışını, finans ve piyasaya dair doktrinlerini uygulamalı olarak gözlemleme şansı veriyor.

Cap Cities haricinde bütün bu şirketler hâlâ Berkshire'da bulunuyor ve gelişmeye devam ediyor. Yalnızca Washington

Post Company ve General Dynamics artık liste başındaki hisseler arasında yer almıyor.

Bu bölümde her bir satın alma işlemini kendi tarihsel bağlamında inceleyeceğiz. Bu sayede Buffett'ın yatırım ânında şirket, sektör ve borsa ile ilgili düşüncelerini daha iyi analiz edebileceğiz.

The Washington Post Company

1931'de *Washington Post* ülkenin başkentinde okur kapmak için yarışan beş günlük gazeteden biriydi. İki yıl sonra *Post*, gazete kâğıdı masraflarını bile ödeyemeyince tasfiye sürecine girdi. O yaz alacaklıları yararına şirket açık artırmada satıldı. Milyoner bir finansçı olan Eugene Meyer, *Washington Post*'u 825.000 dolar karşılığında satın aldı. Sonraki yirmi yıl boyunca, kâr getirir hale gelinceye kadar gazeteyi destekledi. Gazetenin yönetimi, Meyer'ın kızı Katharine ile evli, Harvard mezunu parlak bir avukat olan Philip Graham'a geçti. 1954'te Philip Graham, Eugene Meyer'ı rakip bir gazete olan *Times-Herald*'ı satın almaya ikna etti. Daha sonra Graham 1963'teki trajik intiharından önce *Newsweek* dergisini ve iki televizyon kanalını da satın aldı. *Washington Post*'u tek bir gazeteden bir medya ve iletişim şirketine dönüştüren kişi Phil Graham'dır.

Graham'ın ölümünden sonra *Washington Post* Katharine Graham'a geçti. Katharine büyük bir şirketi yönetme konusunda hiçbir tecrübesi olmamasına rağmen, zorlu iş sorunlarıyla yüzleşerek kendini hızla geliştirdi. Katharine Graham'ın başarısının altında *Post*'a içtenlikle duyduğu alakanın payı büyüktür. Babasının ve kocasının şirketi ayakta tutmak için nasıl mücadele ettiğini gözlemlemiş ve başarılı olmak için şirketin bir bakıcıya değil, bir karar vericiye ihtiyacı olduğunu fark etmişti. "İşlerin durup sizi beklemeyeceğini çabucak öğrendim," diyordu. "Kararlar vermem gere-

kiyordu."[1] Ve gazetede belirgin etkileri olan iki karar verdi: Ben Bradlee'yi yönetici editör olarak işe almak ve ardından Warren Buffett'ı şirketi yönetmesi için davet etmek. Bradlee, Katharine Graham'ı "Pentagon Belgeleri"ni yayımlamaya ve Watergate soruşturmasını sürdürmeye teşvik etti ve *Washington Post* ödül getiren gazetecilikle bir itibar kazandı. Buffett da Katharine Graham'a bir şirketi başarıyla nasıl yöneteceğini öğretti.

Buffett, Katharine Graham'la ilk olarak 1971'de tanışmıştı. O sırada elinde *New Yorker*'ın hisseleri vardı. Derginin satışa çıkabileceğini duyunca Katharine Graham'a *Washington Post*'un bu alımla ilgilenip ilgilenmeyeceğini sordu. Satış hiçbir zaman gerçekleşmemiş olsa da Buffett, *Post*'un yayıncısından çok etkilenmişti.

O sıralarda *Washington Post*'un mali yapısı köklü değişikliklere gidiyordu. Eugene ve Agnes Meyer tarafından kurulan tröst şartlarına göre, Katharine ve Philip Graham, *Post*'un oy hakkı veren senetlerinin tamamına sahipti. Phil Graham'ın ölümünden sonra şirketin kontrolünü Katharine Graham devraldı. Yıllar içinde Eugene Meyer, sadakatleri ve hizmetleri için teşekkür adına birkaç yüz çalışana *Post*'un binlerce hisse senedini hediye etmişti. Ayrıca şirketin kâr paylaşım planını özel hisse senetleri ile finanse etmişti. Şirket zenginleştikçe, *Washington Post* 1950'lerde hisse başına 50 dolardan 1971'de 1.154 dolara fırladı. Kâr paylaşım planı ve çalışanların kişisel varlıkları, şirketin hisse senetleri için piyasa oluşturmasını gerektiriyordu ki bu düzenleme de şirketin parasının verimsiz bir yolla kullanılması demek oluyordu. Buna ek olarak, Graham ve Meyer ailesi katı veraset vergileriyle karşı karşıyaydılar.

1971'de Katharine Graham, *Washington Post*'u halka arz etmeye karar verdi. Böylece kendi hisseleriyle özel bir piyasa yürütme yükünü üzerinden atacak ve mirasçılar için daha

kârlı bir plan yapılmış olacaktı. Washington Post Company iki tür hisse senediyle arz edildi. A sınıfı hisse senedi, yönetim kurulunun çoğunluğunu; B sınıfı ise azınlığı temsil ediyordu. Katharine Graham, A sınıfı hisselerin % 50'sine sahipti ve böylece şirketi etkin bir şekilde kontrol ediyordu. Haziran 1971'de Washington Post Company 1 milyon 354 bin B sınıfı hisse senedi ihraç etti. Dikkate değer bir şekilde, iki gün sonra, hükümetin tehditlerine rağmen Katharine Graham, Ben Bradlee'ye "Pentagon Belgeleri"ni yayımlama izni verdi. 1972'de hem A hem de B sınıfı hisselerin fiyatı, ocak ayında 24,75 dolarken aralık ayında 38 dolara yükseldi.

Ancak Wall Street'te işler kötüye gidiyordu. 1973'ün başlarında, Dow Jones Sanayi Ortalaması düşmeye başladı ve ilkbaharda 100 puandan fazla düşüşle 921'e geriledi. Washington Post Company hisse fiyatı da düşüyordu. Hisse fiyatı mayıs itibarıyla 23 dolara düşmüştü. Wall Street brokerleri IBM hakkında konuşup duruyorlardı. Hisse senetleri 69 puandan fazla düşerek senedin 200 günlük ortalamasını kırmıştı; bu teknik sıkıntının piyasanın geri kalanı için kötü bir alamet olduğu konusunda uyarılarda bulunuyorlardı. Aynı ay, altının onsu 100 doları aştı, Federal Rezerv faiz oranını % 6'ya yükseltti ve Dow 18 puan düşerek son üç yılın en büyük kaybını yaşadı. Haziran ayına gelindiğinde faiz oranları yeniden yükseltildi ve Dow 900 desteğini kırarak daha da aşağıya yöneldi.

Tüm bunlar olurken Buffett sessizce *Washington Post* hisselerini topluyordu. Haziran ayına kadar, ortalama 22,75 dolar fiyatla 467 bin 150 hisse satın almıştı; bu da 10 milyon 628 bin dolar değerinde bir alım demekti.

Başlangıçta Katharine Graham'ın gözü korkmuştu. Aile üyesi olmayan birinin bu kadar çok *Post* hissesine sahip olması, kontrol yetkisi bulunmasa da, rahatsız ediciydi. Buffett, Bayan Graham'a Berkshire'ın satın almalarının sadece yatı-

rım amaçlı olduğu konusunda güvence verdi. Ona güvence vermek için Katharine'nin oğlu Don Graham'ın Berkshire'ın hisselerinde söz sahibi olmak üzere vekil tayin edilmesini istedi. Bu, durumu daha da sağlamlaştırdı. Katharine Graham, 1974'te Buffett'ı yönetim kuruluna katılmaya davet etti ve kısa süre sonra onu finans komitesi başkanı yaptı.

Buffett'ın *Washington Post*'taki rolü herkesçe bilinir. Katherine Graham'a basın mensuplarının 1970'lerdeki grevleri sırasında yardım ederken, Don Graham'ı da iş konusunda eğiterek yönetimin rolünü ve hissedarlara nasıl davranması gerektiğini öğretti. Don da Buffett'ın söylediklerini can kulağıyla dinleyen hevesli bir öğrenci oldu. Yıllar sonra Don Graham bir yazısında "hissedarların, özellikle perspektifi üç aylık ve hatta yıllık sonuçların çok ötesine uzanan uzun vadeli hissedarların yararına şirketi yönetmeye devam edeceğine" söz verdi. "Başarımızı gelirlerimizin büyüklüğüyle veya kontrol ettiğimiz şirket sayısıyla ölçmeyeceğiz," diyen Graham, "her zaman maliyetleri titizlikle yönetme" ve "para kullanımı konusunda disiplinli olma" sözü verdi.[2]

Doktrin: Basit ve Anlaşılır Olmak

Buffett'ın büyükbabası bir zamanlar Nebraska eyaletindeki West Point şehrinde *Cuming County Democrat* adında haftalık bir gazetenin sahibiydi ve gazetenin editörlüğünü de üstlenmişti. Büyükannesi de gazeteye yardım ediyor ve aynı zamanda ailenin matbaasında dizgi işlerini yapıyordu. Babası bir yandan Nebraska Üniversitesi'nde okurken bir yandan da *Daily Nebraskan* gazetesinin editörlüğünü yapıyordu. Buffett da bir zamanlar *Lincoln Journal*'ın tiraj müdürüydü. Buffett kariyer olarak ticari yatırımı seçmemiş olsaydı büyük ihtimalle gazetecilik yapardı, diye sıklıkla söylenir.

Buffett ilk büyük gazetesi olan *Omaha Sun*'ı bir grup haf-

talık gazete ile birlikte 1969'da satın almıştı. Kaliteli gazete-ciliğe her zaman saygı duymasına rağmen, gazeteleri önce-likle ve her zaman birer ticari işletme olarak düşündü. Bir gazetenin sahipleri için, getirisinin öncelikle etki değil, kâr olması gerektiğini beklerdi. *Omaha Sun*'a sahip olmak ona bir gazetenin ticari dinamiklerini öğretti. Washington Post Company'deki ilk hissesini satın almadan önce gazete sahibi olma konusunda dört yıllık pratik deneyime sahipti.

Doktrin: Tutarlı Faaliyet Geçmişi

Buffett, Berkshire'ın hissedarlarına Washington Post Company ile ilk finansal bağlantısının on üç yaşında olduğunu söyler. Babası Kongre'de görev yaparken o hem *Washington Post*'un hem de *Times-Herald*'ın dağıtıcılığını yapmıştı. Buffett, Phil Graham *Times-Herald*'ı satın almadan çok önce bu ikili dağıtım rotasıyla iki gazeteyi kendisinin birleştirdiğini zevkle anlatır.

Belli ki Buffett gazetenin zengin tarihini iyi biliyor ve *Newsweek* dergisini de kıvırabileceği bir iş olarak görüyordu. Washington Post Company yıllardır yayın bölümünde muhteşem bir performans gösteriyordu ve Buffett şirketin televizyon istasyonlarının da değerini çabucak öğrendi. Buffett'ın şirketle kişisel deneyimi ve şirketin başarılı geçmişi, onu şirketin tutarlı ve güvenilir bir işletme olduğuna inandırdı.

Doktrin: Uzun Vadede Olumlu Beklentiler

Buffett 1984'te, "Bu etkili gazetenin ekonomik durumu mükemmel. Dünyanın en iyileri arasında," diye yazmıştı.[3] Dikkat edin, Buffett bunu neredeyse otuz yıl önce söylemişti; yani daha internetin potansiyeli fark edilmeden tam on yıl önce.

1980'lerin başında, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1.700 gazete vardı ve yaklaşık 1.600'ü doğrudan herhangi bir rekabet olmaksızın faaliyet gösteriyordu. Buffett gazete sahiplerinin, her yıl elde ettikleri olağanüstü kârların gazetelerinin gazetecilik kalitesinin bir sonucu olduğuna inanmak istediklerini söylüyordu. Aslında kasabadaki tek gazete ise, üçüncü sınıf bir gazete bile yeterli kâr sağlayabilirdi. Yüksek kalitede bir gazetenin daha yüksek penetrasyon oranına ulaşacağı doğruydu ancak vasat bir gazete de bir topluluk için ilan panosu anlamında iş görürdü. Kasabadaki her işyeri, her ev satıcısı ve bir topluluğa mesaj iletmek isteyen her bireyin, bunun için tirajlı bir gazeteye ihtiyacı vardı. Kanadalı medya girişimcisi Lord Thomson gibi Buffett da bir gazeteye sahip olmanın, yörede reklam vermek isteyen her işletmeden telif ücreti almak gibi bir şey olduğunu düşünüyordu.

Gazetelerin, marka değerlerinin yanı sıra ekonomik anlamda itibarlı bir yerleri vardı. Buffett'ın belirttiği gibi, gazetelerin sermaye ihtiyaçları düşüktür, bu nedenle satışlarını kolayca kâra dönüştürebilirler. Bir gazete, pahalı bilgisayar destekli baskı makineleri ve elektronik haber merkezi sistemleri kursa bile, düşük sabit ücret maliyetleriyle masraflarını hızlı bir şekilde çıkarır. 1970'lerde ve 1980'lerde gazeteler fiyatlarını nispeten kolay bir şekilde artırabilmiş, böylece yatırılan sermaye üzerinden ortalamanın üzerinde getiri elde etmiş ve enflasyonun zararlı etkilerinden korunmuştur.

Doktrin: Değer Biçmek

1973'te Washington Post Company'nin toplam piyasa değeri 80 milyon dolardı. Yine de Buffett, "çoğu güvenlik analisti, medya aracısı ve medya yöneticisinin WPC'nin içsel değerini 400 ila 500 milyon dolar olarak değerlendirmiş olabileceğini," iddia ediyor.[4] Buffett bu sonuca nasıl ulaştı? Buffett'ın mantığını kullanarak sayıları gözden geçirelim.

Yıllık hissedar getirilerini hesaplayarak başlayacağız: Net gelir (13,3 milyon dolar) artı yıpranma ve amortisman (3,7 milyon dolar) eksi sermaye harcamaları (6,6 milyon dolar) ile 1973'te hissedar getirisi 10,4 milyon dolar kadar olmuştu. Bu kazançları uzun vadeli ABD devlet tahvili getirisine (% 6,81) bölersek, Washington Post Company'nin değeri, şirketin piyasa değerinin neredeyse iki katı, ancak Buffett'ın tahmininin oldukça altındaki 150 milyon dolara ulaşır.

Buffett, bir gazetenin sermaye harcamalarının zamanla amortisman ve yıpranma maliyetlerine eşit olacağını ve bu nedenle net gelirin hissedar kazançlarına yakın olması gerektiğini söyler. Bu bilgiyle, net geliri basitçe risksiz orana bölersek 196 milyon dolarlık bir değere ulaşabiliriz.

Burada durursak, hissedar kazançlarındaki artışın enflasyondaki artışa eşit olacağı varsayımında bulunmuş oluruz. Ancak gazetelerin olağanüstü fiyatlandırma gücüne sahip olduğunu biliyoruz; çoğu kendi kasabalarında tekel olduğu için fiyatlarını enflasyondan daha yüksek oranlarda yükseltebilirler. Son bir varsayım daha yaparak, *Washington Post*'un, reel fiyatlarını % 3 artırma kabiliyetine sahip olduğunu düşünürsek şirketin değeri 350 milyon dolara yakın olur. Buffett ayrıca şirketin % 10 vergi öncesi marjının % 15'lik geçmiş ortalama marjının altında olduğunu ve Katharine Graham'ın *Post*'un bu marjları yine elde edeceğine inandığını da biliyordu. Eğer vergi öncesi marjları % 15'e çıkarsa, şirketin mevcut değeri 135 milyon dolar artacak ve toplam içsel değeri 485 milyon dolara çıkacaktı.

Doktrin: Cazip Fiyatlarla Alım Yapmak

Şirketin değerinin en ihtiyatlı hesabı bile Buffett'ın Washington Post Company hisselerini gerçek değerinin en az yarısına satın aldığını gösteriyor. Buffett şirket hisselerini

değerlerinin dörtte birinden daha az bir fiyata satın aldığını iddia ediyor. Şirket hisselerini her durumda açıkça mevcut değerinin oldukça altında bir fiyatla satın aldı. Buffett, Ben Graham'ın indirimli satın almanın bir güvenlik marjı yarattığı yönündeki önermesine uygun davranmış oldu.

Doktrin: Özsermaye Getirisi

Buffett, *Washington Post* hisselerini satın aldığında özsermaye getirisi % 15,7'ydi. Bu, çoğu gazete için ortalama bir getiriydi ve S&P 500 endeksindeki oranından sadece biraz daha iyiydi. Ancak beş yıl içinde *Post*'un özsermaye getirisi ikiye katlandı. S&P 500 endeksinin iki katı ve ortalama bir gazeteden % 50 daha yüksekti. Takip eden on yıl içinde *Post* üstünlüğünü sürdürdü ve 1988'de % 36 gibi yüksek bir özsermaye getirisine ulaştı.

Bu ortalamanın üzerindeki getiriler, şirketin zaman içinde borcunu da kararlılıkla azalttığını bildiğimizde daha etkileyici hale geliyor. 1973'te uzun vadeli borçların hissedarların özkaynaklarına oranı % 37 ile gazete grubunda ikinci en yüksek orandı. Şaşırtıcı bir şekilde, 1978'e gelindiğinde Katharine Graham şirketin borcunu % 70 azaltmıştı. 1983'te, uzun vadeli borçların özkaynaklara oranı % 2,7'ydi. Bu, gazete grubu ortalamasının onda biriydi. Yine de *Post* bu şirketlerden % 10 daha yüksek sermaye getirisi sağladı. 1986'da, ceptelefonu sistemlerine yatırım yaptıktan ve Capital Cities'in 53 kablolu yayın sistemini satın aldıktan sonra, şirketteki borç 336 milyon dolar gibi alışılmadık bir seviyeye ulaştı. Borç, bir yıl içinde 155 milyon dolara düşürüldü. 1992'ye gelindiğinde, uzun vadeli borç 51 milyon dolardı ve şirketin uzun vadeli borçlarının sermayeye oranı % 5,5'ti. Bu sırada sektör ortalaması % 42,7 dolaylarındaydı.

Doktrin: Kâr Marjları

Washington Post Company'nin halka arzından altı ay sonra Katharine Graham, Wall Street menkul kıymetler analistleriyle bir araya geldi. Onlara, önceliklerinin şirketin mevcut operasyonları için kârlılığı maksimize etmek olduğunu söyledi. Televizyon kanallarında ve *Newsweek*'te kârlılık artmaya devam ediyordu ama gazeteninkinde bir durulma söz konusuydu. Bayan Graham, bunun en önemli nedeninin yüksek üretim maliyetleri, yani ücretler olduğunu söyledi. Sonra *Post*, *Times-Herald*'ı satın alınca kâr oranları hızla artmaya başladı. Sendikalar gazeteye her darbe vurduğunda (1949, 1958, 1966, 1968, 1969), yönetim gazetenin kapanması riskini almak yerine sendikanın taleplerini karşılamayı seçmişti. O sıralarda Washington DC'de hâlâ üç gazete vardı. 1950'ler ve 1960'lar boyunca, artan ücretler kârları azalttı. Bayan Graham analistlere bu sorunun çözüleceğini söyledi.

Sendika sözleşmeleri 1970'lerde sona ermeye başlayınca Bayan Graham toplu sözleşme görüşmeleri için sendikalara karşı sert tavır takınacak kişileri görevlendirdi. 1974'te şirket, Gazeteciler Birliği'nin grevini bozdu ve uzun müzakerelerin ardından matbaacılar yeni bir sözleşme imzaladılar. Bayan Graham'ın sağlam duruşu, 1975'teki basın mensupları grevi sırasında doruğa ulaştı. Grev şiddetli ve acımasızdı. Basın mensupları, grevden önce basın odasını tahrip ederek sempati kaybettiler. Yönetim, baskı makinelerini çalıştırdı; birliğin ve matbaacılar sendikasının üyeleri grev saflarını yardı. Dört ay sonra Bayan Graham, gazetenin, sendikasız basın emekçilerini işe alacağını açıkladı. Şirket kazanmıştı.

1970'lerin başlarında finans basını, "The Washington Post Company'nin kârlılık performansı ancak iyi niyetli bir C'yi hak ediyor," diye yazdı.[5] 1973'te vergi öncesi marjlar % 10,8 idi ve şirketin 1960'larda kazandığı tarihi % 15'lik marjın çok

altındaydı. Sendika sözleşmeleri başarılı bir şekilde yenilendikten sonra *Post* 'un işleri rayına girdi. 1988'e gelindiğinde, vergi öncesi kâr marjı % 31,8 gibi yüksek bir değere ulaştı. Bu son derece olumlu bir tabloydu çünkü gazete grubu ortalaması % 16,9 ve S&P 500 ortalaması % 8,6 idi.

Doktrin: Rasyonellik

Washington Post, hissedarları için önemli miktarda nakit akışı yarattı. Ana iş kollarında yeniden yatırım yapabileceğinden daha fazla nakit ürettiği için, yönetim iki seçenekle karşı karşıya kaldı: parayı hissedarlara iade etmek veya nakdi kâr getirecek yeni fırsatlara yatırmak. Buffett'ın tercihi, şirketlerin fazla kazançlarını hissedarlara iade etme yönündeydi. Washington Post Company, Katharine Graham'ın başkanlığı sırasında sektörde büyük miktarlarda hisse geri alımı yapan ilk gazeteydi. 1975 ile 1991 yılları arasında şirket, hisselerinin % 43'ünü hisse başına ortalama 60 dolardan satın aldı.

Bir şirket, temettü artırarak hissedarlara dağıtmayı da seçebilir. 1990'da önemli nakit rezervlerine ulaşan Washington Post Company, hissedarlara dağıttığı yıllık temettü oranını % 117'lik bir artışla 1,84 dolardan 4,00 dolara çıkarma kararı aldı.

1990'ların başında Buffett, genel olarak Amerikan piyasalarına kıyasla gazetelerin ortalamanın üzerinde işletmeler olarak kalacağı sonucuna varmıştı, ancak zaman içinde gazeteler fiyat esnekliklerini kaybettikleri için kendisinin veya başka bir medya analistinin yıllar önce tahmin ettiğinden daha değersiz kalmaya mahkûm oldu. Önceki yıllarda, ekonomi yavaşladığında ve reklamcılar harcamaları kestiğinde, gazeteler reklam satır ücretlerini yükselterek kârlılığı koruyabiliyordu. Bugün gazeteler artık tekel olmaktan çıktı. Reklam verenler, müşterilerine ulaşmanın daha ucuz yollarını

buldular. Kablolu televizyon, doğrudan posta, gazete içinde dağıtılan broşürler ve hepsinden önemlisi internetin yaygın kullanımı, gazetelerin reklam gelirlerini düşürdü.

1991 yılına gelindiğinde Buffett, kârlılıktaki bu değişimin sadece kısa vadeli döngüsel değil, aynı zamanda kalıcı özelliklerinin de olduğuna ikna olmuştu. "Gerçek şu ki," diye itiraf etti, "gazete, televizyon ve dergi mülkleri, ekonomik davranışlarında *franchise*'lardan ziyade sıradan işletmelere benzemeye başladı."[6] Döngüsel değişiklikler kısa vadeli kazançlara zarar verir ancak bir şirketin gerçek değerini azaltmaz. Kalıcı değişiklikler kazançları azalttığı gibi gerçek değeri de düşürür. Ancak Buffett, Washington Post Company'nin gerçek değerindeki değişimin diğer medya şirketlerine kıyasla ılımlı olduğunu söylüyordu. Bunun nedenleri iki yönlüydü. Öncelikle *Post*'un 50 milyon dolarlık uzun vadeli borcu, sahip olduğu 400 milyon dolarlık nakit varlığı ile fazlasıyla dengeliydi. *Washington Post* esasen borcu olmayan tek büyük gazeteydi. "Sonuç olarak," dedi Buffett, "varlıklarının değerindeki daralma, kaldıraç etkisiyle hız kazanmadı."[7]

Doktrin: Bir Dolar İlkesi

Buffett'ın hedefi, birikmiş kazançların her bir dolarının en az bir dolarlık piyasa değerine çevrildiği şirketleri seçmektir. Bu test sayesinde, yöneticileri zaman içinde şirketlerinin sermayesiyle en iyi şekilde yatırım yapabilen şirketleri hızlı bir şekilde belirlemek mümkündür. Birikmiş kazanç şirkete yatırılırsa ve ortalamanın üzerinde getiri sağlarsa bu, şirketin piyasa değerinde orantılı olarak daha büyük bir artış sağlayacaktır.

Washington Post Company, 1973'ten 1992'ye kadar, hissedarları adına 1,755 milyar dolar kazandı. Bu kazançlardan

şirket, hissedarlarına 299 milyon dolar ödedi ve şirkete yeniden yatırım yapmak üzere 1,456 milyar doları alıkoydu. 1973'te Washington Post Company'nin toplam piyasa değeri 80 milyon dolardı. 1992'de piyasa değeri 2,630 milyar dolara yükseldi. Bu yirmi yıl boyunca, şirketin elinde tuttuğu her 1,00 dolar için, hissedarlarına 1,81 dolar piyasa değeri yarattı.

Fakat Washington Post Company'nin Katharine Graham liderliğindeki başarısını değerlendirmenin bir yolu daha vardır. William Thorndike, içgörüsü oldukça yüksek *Aykırılar: Sekiz Sıra Dışı* CEO ve Tamamen Rasyonel Başarı Modelleri kitabında, hem şirketin hem de CEO'sunun gerçekte ne kadar iyi performans gösterdiğini en iyi şekilde anlamamıza yardımcı olur: "[Katharine Graham'ın] şirketin halka arz edildiği 1971'den 1993'te başkanlıktan istifa edişine kadar, şirketin hissedarları için bileşik yıllık getirisi, S&P (% 7,4) ve rakiplerini (% 12,4) gölgede bırakarak % 22,3 gibi dikkate değer bir oranda oldu. İlk halka arzda yatırılan bir dolar o emekli olduğunda 89 dolar olmuştu. Oysa bu değer S&P için 5 dolar ve rakipleri için 14 dolarda kaldı. Katharine Graham, S & P'nin *on sekiz katı* ve rakiplerinin *altı katı* performans gösterdi. Yirmi iki yıllık kariyerinde açık ara ülkedeki en iyi gazete yöneticisiydi."[8]

GEICO Corporation

GEICO, sigortacı Leo Goodwin tarafından 1936 yılında kuruldu.[9] Leo yalnızca riskleri düşük sürücüleri sigortalayan ve sigortayı doğrudan posta yoluyla satan bir şirket kurmayı düşündü. Devlet memurlarının, halkın geneline oranla daha az kaza geçirdiğini keşfetmişti. Ayrıca, doğrudan sürücüye satış yaparak tipik olarak primlerin % 10 ila 25'ine karşılık gelen temsilci giderlerini ortadan kaldırabileceğini biliyor-

du. Goodwin, dikkatli sürücülerle çalışıp, sigorta poliçelerini aracısız düzenlerse başarılı olmasının kaçınılmaz olduğunu keşfetti.

Goodwin, Teksas, Fort Worth'lu bir bankacı olan Cleaves Rhea'ya ortaklık teklif etti. Goodwin 25 bin dolar yatırım yaptı ve hisselerin % 25'ine sahip oldu; Rhea ise % 75 hisse karşılığında 75 bin dolar yatırım yapmıştı. 1948'de şirket Teksas'tan Washington DC'ye taşındı. O yıl, Rhea ailesi şirketteki hisselerini satmaya karar verdi ve Rhea, satışa yardımcı olması için Baltimore'dan tahvil satıcısı Lorimer Davidson'ı görevlendirdi. Bunun üzerine Davidson, Washington DC'de avukatlık yapan David Kreeger'den alıcı bulması için yardım istedi ve Kreeger da Graham-Newman Corporation'a başvurdu. Ben Graham, Rhea'nın hisselerinin yarısını 720 bin dolara almayı kabul etti. Kreeger ve Davidson'ın Baltimore'daki dostları da diğer yarısını satın aldı. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu, bir yatırım fonu olan Graham-Newman'ı GEICO'daki hisselerini şirketin % 10'uyla sınırlandırmaya zorladı; bu yüzden Graham, GEICO'nun hisselerini fonun ortaklarına dağıtmak zorunda kaldı. Yıllar sonra GEICO milyar dolarlık bir şirket haline gelince, Graham'ın kişisel hisseleri de milyonlarca dolar değere ulaştı.

Goodwin'in daveti üzerine Lorimer Davidson, GEICO'nun yönetim kuruluna katıldı. 1958'de başkan oldu ve 1970 yılına kadar şirketi yönetti. Bu süre boyunca kurul, araç sigortalayan GEICO'nun yeteneklerini profesyonel, yönetici, teknik ve idari çalışanlar alarak geliştirdi. GEICO'nun sigorta pazar payı artık tüm araç sahiplerinin % 15'inden % 50'sine çıkmıştı. Yeni strateji başarılı oldu. Sigortalama kârları yükseldi çünkü yeni sürücüler de devlet çalışanları kadar dikkatli davranmaya başladı.

Bunlar şirketin altın yıllarıydı. 1960 ile 1970 arasında, GEICO'nun başarısı sigorta düzenleyicilerini de büyülemiş

ve hissedarlar hisse fiyatlarındaki yükselişin keyfini çıkarmıştı. Şirketin prim fazlalık oranı 5:1'in üzerine çıkmıştı. Bu, şirketin aldığı primlerin, poliçe sahiplerine ödenen paraya oranıdır. Sigorta düzenleyicileri GEICO'yu çok beğendikleri için, şirketin sektör ortalamasını aşmasına da izin verildi.

1960'ların sonlarına doğru GEICO'nun serveti azalmaya başladı. 1969'da şirket, o yıl için rezervlerinin 10 milyon dolar azaldığını açıkladı. Şirket 2,5 milyon dolar kazanmak yerine zarar açıklamıştı. Gelir ayarlaması bir sonraki yıl yapıldı ancak şirket bu sefer de rezervleri 25 milyon dolar kadar az hesapladı. 1970 yılının yüklenim kârı olarak feci bir zarar gösterilmiş oldu.

Bir sigorta şirketinin sigortalılardan elde ettiği gelirlere "kazanılmış primler" denir. Şirket, bu primlerle yıl boyunca otomobil sürücüsüne teminat vermeyi vadeder. Sürücülerin tazminat talepleri anlamına gelen sigortalanmış kayıplar ve kayıpların tespitinde harcanan idari paralar da sigorta şirketinin maliyetlerini oluşturur. Bu toplam maliyetler yalnızca yıl içinde yapılan ödemeleri değil, aynı zamanda ödenmemiş tazminat taleplerine dair tahminleri de yansıtmalıdır. Tahminler de iki kategoriye ayrılır: Şirketin yıl içinde ödemeyi beklediği hasar giderleri ve önceki yılların eksik hesaplanmış rezervlerini karşılamak için bir kenara ayrılan düzeltme rezervleri. Açılan davalar nedeniyle, bazı sigorta talepleri birkaç yıl boyunca çözülmez ve bu dönemde genellikle hukuk ve sağlık kalemlerine önemli ödemeler yapılır. GEICO'nun karşı karşıya olduğu sorun, yalnızca yüklenim kaybı yaratmaya namzet sigorta poliçeleri yazmış olmak değil, aynı zamanda önceki rezervler için tahminlerinin de yetersiz kalmasıydı.

1970 yılında Davidson emekli oldu ve yerine Washington'dan avukat David Kreeger geçti. Şirketi yönetmek, başkan ve icra kurulu başkanı olarak Norman Gidden'a

düştü. Daha sonra olanlar, GEICO'nun 1969 ve 1970'te yarattığı rezerv karmaşasının ardından büyümeye çalıştığını gösteriyor. 1965'ten 1970'e ortalama % 7 olan otomobil poliçelerindeki artış, 1970 ile 1974 arasında yıllık % 11 oranında gerçekleşti. Ek olarak, 1972'de şirket, gayrimenkul, bilgisayar donanımı ve personele önemli yatırımlar gerektiren pahalı ve iddialı bir yerinden yönetim programına girişti.

1973 yılında, şiddetli bir rekabetle karşı karşıya kalan şirket, pazar payını genişletmek için uygunluk standartlarını düşürdü. GEICO'nun sigortalıları arasına ilk kez sicilleri pek de iyi olmayan mavi yakalı işçiler ile yirmi bir yaşın altındaki sürücüler de katılmıştı. Kurumsal genişleme ve daha fazla sayıda sürücüyü sigortalama planı şeklindeki bu iki stratejik değişiklik, 1973'te ülkede fiyat düzenlemelerinin kaldırılmasıyla eşzamanlı gerçekleşti. Çok geçmeden, oto tamir ve tıbbi tedavi maliyetleri patladı.

1974'ün dördüncü çeyreğinde GEICO'da taahhüt zararları görülmeye başladı. Aynı yıl şirket, yirmi sekiz yılda ilk kez 6 milyon dolarlık bir sigorta zararı bildirdi. Şaşırtıcı bir şekilde, o yıl prim-fazlalık oranı 5:1 idi. Bununla birlikte, şirket büyüme çabalarını sürdürdü ve 1975'in ikinci çeyreğinde GEICO daha fazla zarar bildirerek şirketin 0,80 dolarlık temettü oranını kaldırdığını açıkladı.

Gidden, GEICO'nun düşüşünü nasıl tersine çevirebileceği konusunda tavsiyeler almak için Milliman & Robertson'ın danışmanlık firmasını görevlendirdi. Çalışmanın sonuçları iç açıcı değildi. Danışmanlar, şirketin ayakta kalabilmek için 35 milyon ila 70 milyon dolar kadar sermayeye ihtiyaç duyduğunu söyledi. Kurul, danışmanların raporuna itimat ederek hissedarlarına duyuruyu yaptı. Buna ek olarak, yönetim kurulu, 1975'in yüklenim zararının şaşırtıcı bir şekilde 140 milyon dolara yaklaşacağı tahmininde bulundu (gerçekleşen miktar 126 milyon dolar oldu). Hissedarlar ve sigorta düzenleyicileri şaşkına döndü.

1972'de GEICO'nun hisse fiyatı 61 dolara ulaşmıştı. 1973'te yarıya indi ve 1974'te 10 dolara kadar düştü. 1975'te yönetim kurulu öngörülen zararı açıklayınca hisse senetlerinin değeri bu defa da 7 dolara kadar düştü. Birkaç hissedar, dolandırıcılık suçlamasıyla şirket aleyhine toplu dava açtı. GEICO yöneticileri, şirketin enflasyon ve aşırı yükselen hukuk ve sağlık harcamaları nedeniyle sıkıntı yaşadığını iddia etti. Ancak bu sorunları tüm sigortacılar yaşıyordu. GEICO'nun sorunu, yalnızca dikkatli sürücüleri sigortalama konusundaki başarılı geleneğinden uzaklaşmasıydı. Dahası, artık kurumsal harcamaları kontrol etmiyordu. Şirket, sigortalı sürücüler listesini genişlettikçe daha önceki zarar varsayımları yeni ve daha sık talepleri karşılamada ne yazık ki yetersiz kalıyordu. Şirket bir yandan sigorta zararlarını düşük hesaplarken diğer yandan sabit giderlerini artırıyordu.

1976 yılının Mart ayında yapılan GEICO yıllık toplantısında Gidden, şirketin sorunlarını bir başka yöneticinin daha iyi çözebileceğini itiraf etti. Şirketin yönetim kurulu, yeni yönetici bulmak amacıyla bir komite atadığını duyurdu. GEICO'nun hisse fiyatları hâlâ azalıyordu. Artık 5 dolar olmuştu ve düşmeye devam ediyordu.[10]

1976'daki yıllık toplantıdan sonra GEICO, yeni başkanın Travellers Corporation'dan kırk üç yaşındaki bir pazarlama yöneticisi olan John J. Byrne olacağını duyurdu. Byrne'ün atanmasından kısa bir süre sonra şirket, sermayesini artırmak için 76 milyon dolarlık imtiyazlı hisse senedi duyurusu yaptı. Ancak hissedarlar umudunu yitirmişti ve hisse senetleri 2 dolara kadar düştü.

Bu dönemde Warren Buffett sessizce ve inatla GEICO'dan hisse satın alıyordu. Şirket iflasın eşiğinde gezinirken Warren Buffett 4,1 milyon dolarlık yatırım yaptı ve ortalama 3,18 dolar fiyatla 1,294 milyon 308 hisse topladı.

Doktrin: Basit ve Anlaşılır Olmak

Buffett 1950'de Columbia Üniversitesi'ne girdiğinde hocası Ben Graham, GEICO'nun direktörüydü. Merakı uyanan Buffett, bir hafta sonu şirketi ziyaret etmek için Washington DC'ye gitti. Cumartesi günü şirketin kapısını çaldı ve kapıyı açan temizlikçi onu o gün ofisteki tek yönetici olan Lorimer Davidson'a götürdü. Buffett onu sorularıyla konuşturdu ve Davidson genç ziyaretçisini beş saat boyunca GEICO'nun farklı özellikleri konusunda bilgilendirdi. Philip Fisher olsa etkilenirdi.

Daha sonra Buffett, Omaha'ya, babasının aracı kurumuna döndüğünde firmanın müşterilerine GEICO'nun hisselerini satın alma tavsiyesinde bulundu. Kendisi de tüm parasının üçte ikisi olan 10 bin doları bu hisselere yatırdı. Birçok yatırımcı bu tavsiyeye yanaşmadı. Omaha'nın sigorta acenteleri bile Howard Buffett'a oğlunun "acentesiz" bir sigorta şirketinin tanıtımını yaptığından dem vurdu. Hayal kırıklığına uğrayan Warren Buffett, GEICO hisselerini bir yıl sonra % 50 kârla sattı ve 1976'ya kadar şirketten yeniden hisse satın almadı.

Buffett, yılmadan, müşterilerine sigorta hisseleri önermeye devam etti. Kansas City Life hisselerini getirisinin üç katına satın aldı. Berkshire Hathaway'in menkul kıymetler portföyünde Massachusetts Indemnity & Life Insurance Company'nin hisseleri de vardı. 1967'de National Indemnity'nin çoğunluk hissesini satın aldı. Takip eden on yıl boyunca, National Indemnity CEO'su Jack Ringwalt, Buffett'ı bir sigorta şirketinin yönetim mekanizmaları konusunda eğitti. Bu deneyim sayesinde Buffett, sigorta şirketlerinin nasıl para kazandığını anladı. Ayrıca maddi açıdan kırılgan olan GEICO'nun hisselerini satın almak için cesaret kazandı.

Berkshire'ın GEICO'nun hisse senetlerine yaptığı 4,1 milyon dolarlık yatırıma ek olarak Buffett, dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senedi ihracına 19,4 milyon dolar yatırım yaparak şirket için sermaye artırdı. İki yıl sonra Berkshire bu imtiyazlı hisseleri pay senedine çevirdi ve 1980'de Buffett, Berkshire'ın 19 milyon dolarını daha bu şirkete yatırdı. 1976 ile 1980 arasında Berkshire, hisse başına ortalama 6,67 dolar fiyatla 7,2 milyon GEICO hissesi satın alarak toplam 47 milyon dolar yatırım yaptı. 1980 yılına gelindiğinde bu yatırım % 123 değer kazanmıştı. Değeri 105 milyon dolara ulaşmış ve Buffett'ın en büyük hisse varlığı haline gelmişti.

Doktrin: Tutarlı Faaliyet Geçmişi

İlk bakışta Buffett'ın tutarlılık doktrinini ihlal ettiğini varsayabiliriz. Çünkü GEICO'nun 1975 ve 1976'daki operasyonları tutarlı olmaktan çok uzaktı. Byrne, GEICO'nun başkanı olduğunda, görevi şirketi batmaktan kurtarmaktı. Bufffett bunun nadiren mümkün olacağını sıklıkla söylerdi. Öyleyse Berkshire'ın GEICO'yu satın almasını nasıl açıklarız?

Öncelikle, bu bir istisna gibi görünüyor. Byrne şirketi batmaktan başarıyla kurtardı ve sigorta için yeniden rekabet edecek hale getirdi. Ama daha da önemlisi, Buffett, GEICO'nun yaralı olduğunu ama yarasının ölümcül olmadığını söylüyordu. Düşük maliyetli aracısız sigorta sağlama fikri hâlâ geçerliydi. Dahası, pazarda şirkete kâr sağlayacak oranlarda sigortalanabilecek dikkatli sürücüler hâlâ mevcuttu. GEICO, rakiplerini fiyat bazında her zaman yenerdi. GEICO, rekabet gücünden yararlanarak on yıllar boyunca hissedarları için önemli kârlar elde etmişti. Buffett bu güçlü yönlerin hâlâ geçerli olduğunu düşünüyordu. GEICO'nun 1970'lerde yaşadığı sorunların, fikrinin demode olmasıyla hiçbir ilgisi yoktu. Aksine, işletme ve finans sıkıntıları ne-

deniyle şirket rayından çıkmıştı. Hiçbir net değeri olmasa bile GEICO hâlâ çok para ederdi çünkü marka değeri hâlâ yerindeydi.

Doktrin: Uzun Vadede Olumlu Beklentiler

Otomobil sigortası bir emtia ürünüdür ve Buffett, bir emtia şirketinin ancak hem sürdürülebilir hem de geniş bir maliyet avantajına sahip olması durumunda para kazanabileceğini söyler. Bu tam da GEICO'ya uyan bir açıklamadır. Bir emtia şirketinde yönetimin çok önemli bir değişken olduğunu da biliyoruz. GEICO'nun Berkshire'ın satın almasından sonra gösterdiği liderlik, hâlâ bir rekabet avantajına sahip olduğunu gösterdi.

Doktrin: Dürüstlük

John (Jack) Byrne 1976'da GEICO'yu devraldığında hem sigorta düzenleyicilerini hem de rakiplerini GEICO'nun iflas etmesi halinde bunun tüm sektör için kötü olacağına ikna etmişti. Şirketi kurtarmak için yaptığı plan, sermaye artırımını, GEICO'nun işlerinin bir kısmını reasürans için diğer şirketlerle anlaşmayı ve maliyetleri agresif bir şekilde düşürmeyi içeriyordu. "Bootstrap Operasyonu" Byrne'e göre şirketi yeniden kâra geçirmeyi amaçlayan bir savaş planıydı.

Byrne ilk yılında yüz ofis kapattı, çalışan sayısını 7 binden 4 bine düşürdü ve GEICO'nun hem New Jersey hem de Massachusetts'te sigorta satma lisansını iptal etti. Byrne, New Jersey'deki düzenleyicilere, şirkete yılda 30 milyon dolara mal olan 250 bin poliçeyi yenilemeyeceğini söyledi. Ardından, poliçe sahiplerinin bilgi güncellemeden sigortalarını yenilemelerini sağlayan bilgisayar sistemlerini iptal etti. Byrne yaptığı araştırma sırasında, şirketin yenilediği poliçelerin

%9'unu fazla ucuza fiyatlandırdığını gördü. GEICO bu fiyatları yükseltince, 400 bin poliçe sahibi sigortalarını sonlandırmaya karar verdi. Byrne'ün eylemleri, poliçe sahiplerinin sayısını 2,7 milyondan 1,5 milyona düşürdü ve şirket, 1975'te ülkenin en büyük 18. sigorta şirketi iken bir yıl sonra 31'inci sıraya düştü. Bu azalmaya rağmen GEICO, 1976'da 126 milyon dolar zararda iken, Byrne'ün ilk görev yılı olan 1977'de 463 milyon dolarlık ciro ile 58,6 milyon dolarlık etkileyici bir kâr elde etti.

GEICO'nun hızla toparlanması Byrne'ün başarısıydı ve kurumsal harcamalar konusundaki kararlı disiplini sayesinde GEICO bu derli toplu halini yıllarca sürdürdü. Byrne, hissedarlarına, şirketin düşük maliyetli sigortacılık ilkesine geri dönmesi gerektiğini söyledi. Raporlarıyla şirketin maliyetleri nasıl düşürdüğünü ayrıntılı olarak açıkladı. GEICO, ülkenin en büyük yedinci otomobil sigortacısı olduğu 1981'de bile Byrne, sekreterini diğer iki yöneticiyle paylaşıyordu. Şirketin, GEICO çalışanı başına 378 poliçeye hizmet vermesiyle övünüyordu. Toparlanma yıllarında, her zaman büyük bir motivasyon kaynağıydı. Buffett, "Byrne kümese bir devekuşu yumurtası yuvarlayan ve 'Evet, hanımlar, işte rekabetin gücü!' diyen tavuk yetiştiricisine benziyor," demişti.[11]

Yıllar boyunca Byrne, GEICO'nun başarılı ilerlemesini memnuniyetle raporlarında dile getirirken, işler kötüye gittiğinde de hissedarlarına eşit derecede açıksözlü davrandı. 1985 yılında şirket, taahhüt kayıpları nedeniyle geçici olarak tökezledi. Yılın ilk çeyreğindeki şirket raporunda Byrne, hissedarlara şirketin halini, yolcularına, "Kötü haber: Kaybolduk. İyi haber: Çok iyi vakit geçiriyoruz," diyen pilotun durumuna benzeterek anlattı.[12] Şirket hızla doğruldu ve ertesi yıl yine kârlı sonuçlar açıkladı. Ancak bir o kadar önemli olan; şirketin, hissedarlarına karşı açıksözlü olma konusunda ün yapmasıydı.

Doktrin: Rasyonellik

Yıllar boyunca Jack Byrne, GEICO'nun varlıklarını yönetirken akılcı bir yöntem sergiledi. Görevi üstlenir üstlenmez şirketi kontrollü bir büyüme iklimine soktu. Byrne, iki kat hızla büyüyüp de finansal kontrolü kaybetmek yerine, yavaşça büyüyerek kayıp ve masrafları adamakıllı kontrol altına almanın daha kârlı olduğunu düşünüyordu. Yine de bu kontrollü büyüme GEICO'ya çok fazla getiri sağladı ve rasyonalite de şirketin bu parayla ne yaptığında yatıyordu.

Şirket 1983 itibarıyla nakit parasını yatıracak kârlı bir iş bulamayınca parayı hissedarlarına dağıtmaya karar verdi. 1983 ve 1992 arasında GEICO, 30 milyon hisseyi geri alarak şirketin toplam halka açık hisse senetlerini % 30 oranında azalttı. Hisse senetlerini geri almanın yanı sıra, hissedarlarına ödediği temettüyü de artırmaya başladı.

1980 yılında şirketin dağıttığı temettü hisse başına 0,09 dolardı. 1992'de hisse başına 0,60 dolar oldu ki bu, yıllık % 21'lik bir artış anlamına geliyor.

Doktrin: Özsermaye Getirisi

1980'de GEICO'da özsermaye getirisi % 30,8'di; bu da sektör ortalamasının neredeyse iki katıydı. 1980'lerin sonunda şirketin özsermaye getirisi düşmeye başladı; bunun nedeni işlerin kötüye gitmesi değil; özsermayesinin, kazançlarından daha hızlı artmasıydı. Artan temettü ödemesinin ve hisse senetlerini geri satın almanın altında yatan mantık da sermayeyi azaltarak kabul edilebilir bir getiri sağlamaktı.

Doktrin: Kâr Marjları

Yatırımcılar, sigorta şirketlerinin kârlılığını çeşitli şekillerde karşılaştırabilirler. Vergi öncesi marjlar en iyi ölçütlerden bi-

ridir. 1983 ile 1992 arasındaki on yıllık dönemde, GEICO'nun ortalama vergi öncesi marjları, herhangi bir emsal grup şirketine göre çok daha tutarlı ve düşük standart sapmalı gerçekleşti.

Anlaşılan o ki GEICO, tüm giderlerini ve tazminat taleplerini titizlikle yönetti. Bu dönemde, kurumsal harcamalar toplam prim tutarına oranla ortalama % 15, yani sektör ortalamasının yarısı kadar gerçekleşti. Bu düşük oranın nedeni kısmen GEICO'nun sigorta acentelerine ödeme yapmamasıydı.

GEICO'nun birleşik kurumsal giderleri ve sigorta zararları oranı, sektör ortalamasından bariz bir şekilde daha iyiydi. Endüstri ortalaması 1977'den 1992'ye kadar, 1977'de GEICO'nun birleşik oranını yalnızca bir kez geçti. O zamandan beri GEICO'nun birleşik oranı, sektör ortalamasından 10 puan daha iyi; bu da ortalama % 97,1'ye tekabül ediyor. GEICO 1985'te ve 1992'de olmak üzere yalnızca iki kez sigorta zararı bildirdi. 1992'deki sigorta zararı, o yıl ülkeyi vuran olağandışı sayıdaki doğal afetler nedeniyle gerçekleşmişti. Andrew Kasırgası ve diğer büyük fırtınalar olmasaydı GEICO'nun birleşik oranı % 93,8 olurdu.

Doktrin: Değer Biçmek

Buffett, Berkshire Hathaway adına GEICO hisselerini satın almaya başladığında, şirket iflasın eşiğine gelmişti. Ancak GEICO negatif bir net değere sahip olsa bile Buffett, yarattığı sigortacılık markasının değerinin büyük olduğuna inanıyordu. Ancak 1976'da şirket, kazancı olmadığı için, o günkü değeri belirli bir oranda iskonto edilen gelecekteki nakit akışları olarak tanımlayan John Burr Williams'ın ortaya koyduğu gibi matematiksel bir değer tespitine izin vermiyordu. Buffett, GEICO'nun gelecekteki nakit akışları konusundaki

belirsizliğe rağmen, şirketin hayatta kalacağından ve gelecekte para kazanacağından emindi. Ne kadar ve ne zaman olacağı tartışmaya açıktı.

1980'de Berkshire, GEICO'nun üçte birine sahipti ve 47 milyon dolarlık bir yatırım yapmıştı. O yıl GEICO'nun toplam piyasa değeri 296 milyon dolardı. Buffett o zaman bile şirketin önemli bir güvenlik marjına sahip olduğunu düşünüyordu. Şirket 1980 yılında, 705 milyon dolar gelirle 60 milyon dolar kâr etti. Berkshire'ın GEICO'nun kazancındaki payı 20 milyon dolardı. Buffett'a göre, "birinci sınıf ekonomik özelliklere ve parlak geleceğe sahip bir başka işletmede, 20 milyon dolarlık kâr elde etmek için, minimum 200 milyon dolar yatırım yapmak gerekirdi"; eğer söz edilen, çoğunluk hissesi olsaydı bu miktar daha büyük olurdu.[13]

Williams'ın değerleme teorisi göz önüne alındığında Buffett'ın 200 milyon dolarlık varsayımı gerçekçidir. GEICO'nun bu 60 milyon dolarlık kazancı herhangi bir ek sermaye yardımı olmadan sürdürebileceğini varsayarsak, GEICO'nun 30 yıllık bir ABD devlet tahvili için o zamanki % 12'lik oranla indirgenmiş bugünkü değeri 500 milyon dolar olurdu ki bu da neredeyse GEICO'nun 1980 piyasa değerinin iki katıdır. Şirket bu kazanç gücünü % 2 reel veya mevcut enflasyon karşısında % 15 oranında artırabilirse, bugünkü değer 600 milyon dolara yükselir ve Berkshire'ın payı 200 milyon dolara eşit olurdu. Diğer bir deyişle, 1980'de GEICO'nun hisselerinin piyasa değeri, kazanç gücünün iskonto edilmiş bugünkü değerinin yarısından azdı.

Bir Dolar İlkesi

1980 ile 1992 arasında, GEICO'nun piyasa değeri 296 milyon dolardan 4,3 milyar dolarlık bir artış ile 4,6 milyar dolara çıktı. Bu geçen on üç yıl boyunca GEICO 1,7 milyar dolar ka-

zandı. Hissedarlara temettü olarak 280 milyon dolar ödedi ve yeniden yatırım için 1,4 milyar doları elinde tuttu. GEICO böylece, elde tuttuğu her bir dolar için, hissedarlarına piyasa değeri olarak 3,12 dolar yarattı. Bu finansal başarı, yalnızca GEICO'nun üstün yönetimini ve geniş pazarlama becerisini değil; aynı zamanda hissedarların parasını optimum oranlarda yeniden yatırıma dönüştürme yeteneğini de gösterir.

GEICO'nun üstünlüğünün bir başka kanıtı: 1980'de GEICO'ya yapılan bir dolarlık bir yatırım, temettüler hariç, 1992'ye kadar 27,89 dolara yükseldi. Bu, aynı dönemde % 8,9 oranında artan sektör ortalamasından ve S&P 500 endeksinden çok daha yüksek, % 29,2'lik şaşırtıcı bir bileşik yıllık getiri oranı demektir.

Capital Cities/ABC

Cap Cities, başlangıcını gazetecilik sektörüyle yaptı. 1954'te ünlü gazeteci Lowell Thomas; Thomas'ın işletme müdürü Frank Smith ve bir grup iştirakçi, bünyesinde New York eyaletinin Albany şehrinden bir televizyon ve AM radyo istasyonu bulunan Hudson Valley Broadcasting Company'yi satın aldı. O sırada Thomas Murphy, Lever Brothers'ta ürün müdürüydü. Murphy'nin babasının golf arkadaşı Frank Smith, şirketin televizyon kanalını yönetmek için genç Murphy'yi işe aldı. 1957'de Hudson Valley, Raleigh, Durham'dan bir televizyon kanalı satın aldı ve şirketin adı, hem Albany hem de Raleigh'yin kendi eyaletlerinin başkentleri olması münasebetiyle, Capital Cities Broadcasting olarak değiştirildi.

1960 yılında Murphy, Albany istasyonunu yönetmesi için Dan Burke'ü işe aldı. Burke, Murphy'nin Harvard'dan sınıf arkadaşı ve daha sonra Johnson & Johnson'ın başkanı olacak Jim Burke'ün kardeşiydi. Albany'nin yerlisi olan Dan Burke televizyon kanalından sorumluyken, Murphy 1964'te Capital

Cities'in başkanı olarak görevlendirileceği New York'a döndü. Böylece Amerikan iş dünyasındaki en başarılı kurumsal ortaklıklardan biri başlamış oldu. Murphy ve Burke, takip eden otuz yıl boyunca Capital Cities'i yönetti ve birlikte otuzdan fazla basın yayın organını satın aldılar. Bunların en önemlisi, 1985'te ABC'nin satın alınmasıydı.

Buffett, Tom Murphy ile 1960'ların sonunda, Murphy'nin sınıf arkadaşlarından birinin New York'ta düzenlediği bir öğle yemeğinde tanıştı. Hikâyeye göre Murphy, Buffett'tan çok etkilendi ve onu Capital Cities'in yönetim kuruluna davet etti.[14] Buffett bunu reddetti ancak Murphy ile yıllarca ilişkilerini kesmeyen iki yakın arkadaş oldular. Buffett, Capital Cities'e ilk kez 1977'de yatırım yaptı ve nedendir bilinmez, ertesi yıl kârlı bir şekilde bu hisseleri sattı.

Murphy, Aralık 1984'te, American Broadcasting Companies'in başkanı Leonard Goldenson'a iki şirketi birleştirme teklifiyle gitti. Başlangıçta bu teklifi kabul görmedi ancak Murphy, Ocak 1985'te Goldenson ile tekrar iletişime geçti. FCC,* tek bir şirketin sahip olabileceği televizyon ve radyo istasyonlarının sayısını, o yılın nisan ayından geçerli olmak üzere yediden on ikiye çıkarmıştı. Goldenson bu sefer teklifi kabul etti. O zamanlar yetmiş dokuz yaşında olan Goldenson, halefi hakkında endişeliydi. ABC'nin birkaç potansiyel adayı olmasına rağmen, ona göre hiçbiri liderliğe hazır değildi. Murphy ve Burke, medya ve iletişim sektöründeki en iyi yöneticiler olarak kabul ediliyordu. Goldenson, Cap Cities ile birleşmeyi kabul ederek ABC'nin güçlü yöneticilerin elinde kalmasını sağlıyordu. American Broadcasting Companies, müzakere odasına yüksek maaşlı yatırım bankacılarıyla girdi. Her zaman kendi teklifleriyle gelen Murphy buraya güvendiği arkadaşı Warren Buffett'ı getirdi. Birlikte bir televizyon ağının ilk satışını ve tarihteki en büyük medya birleşmesini gerçekleştirdiler.

* Federal Communications Commission: Federal İletişim Kurulu *-yhn*

Capital Cities, American Broadcasting Companies'e ABC hissesi başına 121 dolar değerinde toplu bir paket (hisse başına 118 dolar nakit ve yine hisse başına 3 dolar değerinde Capital Cities hissesi satın almak için onda bir garanti) teklif etti. Teklif, ABC hisselerinin duyurudan önceki gün işlem gördüğü değerin iki katıydı. Capital Cities, 3,5 milyar dolarlık anlaşmayı finanse etmek için, bir bankacılık konsorsiyumundan 2,1 milyar dolar borç alacak, yaklaşık 900 milyon dolar değerinde aynı işi yapan televizyon ve radyo istasyonlarını satacak ve ayrıca bir medya ağının sahip olmasına izin verilmeyen kısıtlı mülkleri, kablolu televizyon mülklerini ve nihayet Washington Post Company hisselerini satacaktı. Son 500 milyon dolar da Buffett'tan geldi. Berkshire Hathaway'in yeni arz edilen üç milyon Capital Cities hissesini, hisse başına 172,50 dolardan satın almasını kabul etti. Murphy yine arkadaşından yönetim kuruluna katılmasını istedi ve bu sefer Buffett kabul etti.

Doktrin: Basit ve Anlaşılır Olmak

Buffett, Washington Post Company'nin yönetim kurulunda on yıldan fazla görev yaptıktan sonra televizyon ile gazete ve dergi yayıncılığı işini anlamıştı. Buffett'ın televizyon ağları konusundaki bilgisi, Berkshire'ın 1978'de ve 1984'te yaptığı ABC alımlarıyla daha da arttı.

Doktrin: Tutarlı Faaliyet Geçmişi

Hem Capital Cities hem de American Broadcasting Companies, otuz yılı aşkın başarılı şirket geçmişlerine sahipti. ABC, 1975'ten 1984'e kadar ortalama % 17 özsermaye getirisi ve % 21 borç-özsermaye oranı elde etti. Capital Cities, ABC'yi satın alma teklifinden önceki on yıl boyunca ortalama % 19 özsermaye getirisi ve % 20 borç-özsermaye oranına sahipti.

Doktrin: Uzun Vadede Olumlu Beklentiler

Yayın şirketleri ve yayın ağları genellikle ortalamanın üzerinde bir ekonomik duruma sahiptir. Gazetelerle hemen hemen aynı şekilde, büyük miktarda ekonomik refah üretirler. Bir yayın kulesi inşa edildiğinde, sermaye yatırımı ve işletme sermayesi ihtiyaçları azdır ve envanter yatırımı mevcut değildir. Filmler ve programlar, krediyle satın alınıp borçları reklam gelirleriyle kapatılabilir. Bu nedenle, genel bir kural olarak, yayın şirketleri ortalamanın üzerinde sermaye getirisi ve işletme ihtiyaçlarını aşan önemli miktarda nakit üretir.

Yasal düzenlemeler, değişen teknoloji ve değişen reklam hareketleri yayın ağları ve yayıncılar için risk oluşturur. Hükümetler, nadiren de olsa, şirketin yayın lisansını yenilemeyebilir. Kablolu yayın, 1985'te yayın ağları için küçük bir tehdit oluşturmuştu. Ancak bazı izleyiciler kablo yayınlarını tercih etse de televizyon izleyicilerinin ezici bir çoğunluğu hâlâ yaygın radyo televizyon ağlarını tercih ediyordu. Ayrıca 1980'lerde, serbest tüketicileri cezbetmek için akıtılan reklam paraları, ülkenin Gayri Safi Milli Hasılasından çok daha hızlı artıyordu. Reklam verenler, büyük kitleye ulaşmak için yine yayın ağlarına güveniyorlardı. Buffett'a göre yayın ağlarının, yayın şirketlerinin ve yayıncıların ekonomik durumu ortalamanın üzerindeydi ve 1985'te bu işletmeler için uzun vadeli beklentiler çok olumluydu.

Doktrin: Değer Biçmek

Berkshire'ın Capital Cities'e yaptığı 517 milyon dolarlık yatırım, Buffett'ın o zamana kadar yaptığı en büyük tekil yatırımdı. Buffett'ın Capital Cities ve ABC'nin birleşik değerini nasıl belirlediği tartışmalıdır. Murphy, Buffett'a Capital Cities/ABC'nin üç milyon hissesini hisse başına 172,50 dolara satmayı kabul etmişti. Ancak çoğunlukla fiyat ve değerin iki

farklı rakam olduğunu biliyoruz. Buffett'ın uygulamasının bir şirketi ancak şirketin gerçek değeri ile satın alma fiyatı arasında önemli bir güvenlik marjı olduğunda satın almak olduğunu öğrendik. Bununla birlikte Buffett, Capital Cities/ABC hisselerini satın alarak bu prensipten ödün vermişti kuşkusuz.

Buffett'ın hisse başına 172,50 dolarlık teklifini % 10 (1985'teki 30 yıllık ABD devlet tahvilinin yaklaşık getirisi) indirgeyip bu değeri 16 milyon hisseyle çarparsak (Cap Cities'de 13 milyon hisse vardı, 3 milyon da Buffett'a sunulan hisse), bu şirketin mevcut değerinin 276 milyon dolarlık kazanç gücüne sahip olması gerekir. Capital Cities'in amortisman ve sermaye harcamalarından sonraki 1984 kazançları 122 milyon dolardı ve ABC'nin amortisman ve sermaye harcamalarından sonraki net geliri 320 milyon dolardı, bu da birleşik kazancın 442 milyon dolar gücüne ulaştığı anlamına gelir. Ancak birleşen şirketlerin önemli bir borcu vardı: Murphy'nin borçlanmak durumunda olduğu yaklaşık 2,1 milyar dolar, şirkete yıllık 220 milyon dolara mal olacaktı. Dolayısıyla, birleşik şirketin net kazancı yaklaşık 200 milyon dolardı.

Fakat bazı ilave hususlar söz konusuydu. Murphy'nin, satın aldığı şirketlerin nakit akışını yalnızca giderleri azaltarak iyileştirme konusundaki ünü efsaneviydi. Capital Cities'in işletme marjları % 28, ABC'nin ise % 11 idi. Murphy, ABC mülklerinin işletme marjlarını üçte bir artırarak % 15'e çıkarabilirse, şirket her yıl ek 125 milyon dolar ayırır ve birleşik kazanç gücü yıllık 225 milyon dolara gelirdi. % 10 indirimli ödenmemiş 16 milyon hisse ile 325 milyon dolar kazanan bir şirketin, hisse başına o günkü değeri 203 dolardı. Bu da Buffett'ın 172,50 dolarlık satın alma fiyatına göre % 15'lik bir güvenlik marjı demekti. Buffett, Ben Graham'a atıfta bulunarak, "Ben'in yukarıdan beni bu iş için alkışladığından şüpheliyim," diyordu.[15]

Buffett'ın kabul ettiği güvenlik marjı bazı varsayımlarla genişletilebilir. Buffett, bu dönemdeki geleneksel deneyimin; gazete, dergi veya televizyon kanallarının ek sermayeye ihtiyaç duymadan kazançlarını yıllık % 6 oranında artırabileceği yönünde olduğunu söyler.[16] Buna göre, sermaye harcamaları amortisman oranlarına eşitlenecek ve işletme sermayesi ihtiyacı minimum olacaktı. Dolayısıyla gelirin tamamı, serbestçe dağıtılabilir kazanç olarak düşünülebilirdi. Bu, bir medya şirketi sahibinin, herhangi bir ek sermayeye ihtiyaç duymadan öngörülebilir gelecekte her yıl % 6 oranında büyüyecek kalıcı bir yıllık gelire sahip olduğu anlamına gelir. Buffett bunu, ancak sermayesini yeniden yatırıma harcarsa büyüyebilen şirketlerle kıyaslamayı önerir. Buffet, 1 milyon dolar kazanan ve % 6 büyümesi beklenen bir medya şirketine sahipseniz, bu iş için 25 milyon dolar ödemenizin uygun olacağını söyler (1 milyon doları risksiz % 10'luk oran eksi % 6 büyüme oranına bölerek). 1 milyon dolar kazanan ancak sermayesini yeniden yatırıma harcamadan kazançlarını artıramayan başka bir işletmeye ancak 10 milyon dolar ödenebilir (1 milyon dolar bölü % 10).

Eğer bu finans dersini alıp Cap Cities'e uygularsak, Cap Cities'in değeri hisse başına 203 dolardan 507 dolara veya güvenlik marjı –Buffett'ın ödemeyi kabul ettiği 172,50 dolarlık fiyat üzerinden– % 66'ya yükselmiş olur. Ancak bu varsayımlarda birçok "eğer" söz konusuydu. Murphy, Capital Cities/ABC birleşik mülklerinin bir bölümünü 900 milyon dolara satabilir miydi? (Tam olarak 1,2 milyar dolara sattı.) American Broadcasting Companies'de işletme marjlarını iyileştirebilir miydi? Reklam dolarlarının sürekli artışına güvenebilecek miydi?

Buffett'ın Capital Cities'de yüksek bir güvenlik marjı görmesi bazı faktörler nedeniyle karmaşıktı. Birincisi, Cap Cities'in hisse senedi fiyatları yıllardır yükseliyordu. Murphy ve Burke, şirketi yönetme konusunda mükemmel bir iş çı-

kanıyorlardı ve şirketin hisse fiyatları da bunu yansıtıyordu. Dolayısıyla, GEICO'nun aksine Buffett, Cap Cities hisselerini geçici bir düşüş sonrası ucuza satın alma şansına sahip değildi. Sürekli yükselen borsa da buna izin vermiyordu. Ve bu ikincil bir arz olduğundan, Buffett, Cap Cities'in hisse senetleri için o zamanki işlem değerine yakın bir fiyat ödemek zorunda kaldı.

Fiyat konusunda bir sıkıntı yaşanmış olsa da Buffett hisselerin hızlı bir şekilde değerlenmesiyle rahatladı. 15 Mart 1985 Cuma günü Capital Cities'in hisse fiyatı 176 dolardı. Capital Cities, 18 Mart Pazartesi günü öğleden sonra American Broadcasting Companies hisselerini satın alacağını duyurdu. Ertesi gün, piyasa kapanışında Capital Cities'in hisse fiyatı 202,75 dolardı. Dört günde fiyat 26 puan artarak % 15 değer kazanmıştı. Buffett'ın kârı 90 milyon dolardı ve anlaşma Ocak 1986'ya kadar açıktı.

Buffett'ın Capital Cities'i satın alırken hesapladığı güvenlik marjı, diğer satın almalara göre önemli ölçüde düşüktü. Öyleyse bunu neden yaptı? Cevap, Tom Murphy'ydi. Kendisinin de belirttiği gibi, Murphy olmasaydı Buffett şirkete yatırım yapmazdı. Buffett'ın güvenlik marjı, Murphy'in kendisiydi. Capital Cities/ABC, Buffett'ı cezbeden istisnai bir işti. Ancak bunun Murphy ile de ilgisi vardı. John Byrne, "Warren, Tom Murphy'ye hayrandır," demişti. "Sadece onunla ortak olmak bile Buffett için yeterince çekiciydi."[17]

Capital Cities'in yönetim felsefesi yerinden yönetimdir. Murphy ve Burke, mümkün olan en iyi insanları işe alır ve sonra işlerini yapmaları için onları yalnız bırakırlar. Tüm kararlar yerel düzeyde alınır. Burke, Murphy'nin bu huyunu onunla yeni tanıştığı dönemlerde hemen öğrendi. Burke, Albany TV kanalını yönetirken Murphy'ye haftalık olarak güncellenmiş raporları postalardı ama o hiç yanıt vermezdi. Burke sonunda mesajı aldı. Murphy, Burke'e söz vermişti: "Beni davet etmediğin sürece Albany'ye gelmeyeceğim; ge-

lirsem seni kovmam gerekir."[18] Murphy ve Burke, şirketleri için yıllık bütçe belirlemek ve üç ayda bir işletme performansını gözden geçirmek üzere bir araya gelirlerdi. Bu iki istisna dışında, yöneticilerden işlerini sanki kendi işleriymiş gibi yürütmeleri bekleniyordu. Murphy, "Yöneticilerimizden beklentilerimiz çok büyüktür," diye yazmıştı.[19]

Capital Cities yöneticilerinin yapması beklenen bir şey de maliyetlerin kontrol edilmesiydi. Bu konuda başarısız olduklarında Murphy işe karışmaktan çekinmezdi. Capital Cities, ABC'yi satın aldığında Murphy'nin maliyetleri düşürme yeteneğine çok ihtiyaç vardı. Yayıncılar kâr üzerinden değil, reytingler üzerinden düşünme eğilimindedir. Konu reytingleri artırmak olunca maliyet konusu hep ikinci planda kalırdı. Murphy görevi devraldığında bu zihniyet birdenbire değişti. Murphy, ABC'deki özenle seçilmiş komitelerin yardımıyla maaş ödemelerini, ikramiyeleri ve harcamaları kıstı. Cömert kıdem paketleri alan yaklaşık bin beş yüz kişiye yol verildi. ABC'deki yönetici yemek odaları ve özel asansör kapatıldı. Murphy'ye Los Angeles'taki ABC Entertainment'taki ilk gezisi sırasında kullandığı limuzin yollandı. Bir sonraki seyahatinde taksiye bindi.

Bu maliyet bilinci, Capital Cities'de bir yaşam biçimiydi. Şirketin Philadelphia televizyon istasyonu WPVI, şehrin bir numaralı istasyonuydu. Şehir genelindeki CBS kanalı çalışanları yüz elli iken WPVI'da yüz kişi çalışıyordu. Murphy, ABC'ye gelmeden önce şirket ABC'nin beş televizyon kanalını idare etmek için altmış kişi çalıştırıyordu. Capital Cities'in yönetimi devralmasından kısa bir süre sonra sekiz kanalı altı kişiyle yönetmeye başladı. New York'taki WABC-TV, altı yüz kişiyi istihdam ediyordu ve % 30 vergi öncesi marj sağlıyordu. Murphy kanalı yeniden yapılandırdıktan sonra dört yüz çalışanla vergi öncesi marjları % 50'nin üzerine çıkardı. Maliyet krizi çözüldükten sonra Murphy, işleyişle alakalı kararlar

için Burke'e güveniyordu. O da devralmalar ve hissedar varlıklarına odaklandı.

Doktrin: Kurumsal Mecburiyetler

Yayıncılık işi, mantığı gereği, Cap Cities'e bol miktarda nakit akışı sağlayacaktı. Bu temel ekonomik gerçek Murphy'nin maliyetleri kontrol etme tutkusuyla birleşince, Cap Cities'in haddinden fazla nakit akışına sahip olacağı belliydi. 1988'den 1992'ye kadar Cap Cities 2,3 milyar dolar borçsuz nakit üretti. Bu kaynaklar göz önüne alındığında bazı yöneticiler para harcama, şirket satın alma ve kurumsal alanı genişletme eğilimine karşı koyamayabilir. Murphy de birkaç şirket satın aldı. 1990'da küçük mülkler edinmek için 61 milyon dolar harcadı. Murphy'ye göre o zamanlar çoğu medya mülkü genel pazarda çok yüksek fiyatlandırılıyordu.

Devralmalar, büyüme ve gelişmesinde Cap Cities için her zaman çok önemli olmuştur. Murphy her zaman medya mülkleri arayışındaydı ancak kendi disiplini içinde bir şirket için fazla ödeme yapmama konusunda kararlıydı. Muazzam nakit akışıyla Cap Cities, diğer medya mülklerini kolayca yutabilirdi ancak *Business-Week*'te söylendiği üzere "Murphy bazen doğru mülkü bulana kadar yıllarca beklerdi. Asla sırf bunu yapacak kaynaklara sahip diye bir anlaşma yapmadı."[20] Murphy ve Burke ayrıca medya işinin konjonktürle alakalı olduğunu fark etmişti. Eğer bir satın alma çok fazla kaldıraç içeriyorsa bu risk, hissedarlar için kabul edilemez hale gelirdi. "Murphy, ikimizin de bize ölümcül yaralar açabileceğini düşündüğümüz hiçbir anlaşma yapmadı," diyordu Burke.[21]

İşine kârlı bir şekilde yatırım yapabileceğinden daha fazla nakit üreten bir şirket büyümeyi satın alabilir, kaldıracı azaltabilir veya parayı hissedarlarına dağıtabilir. Murphy medya şirketleri için talep edilen yüksek fiyatları ödemek yerine

kaldıraç oranını düşürmeyi ve hisse senetlerini geri almayı seçti. 1986'da, ABC'nin satın alınmasından sonra, Cap Cities'deki toplam uzun vadeli borç 1,8 milyar dolardı ve borç sermaye oranı % 48,6 idi. 1986 yılı sonunda nakit ve nakit benzeri değerler 16 milyon dolar tutarındaydı. 1992'ye gelindiğinde, şirketin uzun vadeli borcu 964 milyon dolardı ve borç-sermaye oranı % 20'ye düşmüştü. Ayrıca nakit ve nakit benzeri değerler 1,2 milyar dolara yükselmiş ve bu da şirketi tam anlamıyla borçsuz hale getirmişti.

Murphy'nin Cap Cities'in bilançosunu güçlendirmesi, şirketin riskini önemli ölçüde azalttı. Daha sonra da şirketinin değerini artırdıkça artırdı.

Bir Dolar İlkesi

1985'ten 1992'ye kadar, Cap Cities/ABC'nin piyasa değeri 2,9 milyar dolardan 8,3 milyar dolara çıktı. Bu dönemde şirket 2,7 milyar dolar kâr elde etti ve böylece yeniden yatırıma sevk edilen her bir dolar için piyasa değeri olarak 2,01 dolar yarattı. Şirketin hem 1990–1991 yıllarında kazançlarında konjonktüre bağlı hem de yayıncılık işindeki kalıcı değişiklikler nedeniyle içsel değerinde bir düşüşe maruz kaldığı düşünüldüğünde bu başarı özellikle dikkate değerdi. Yine de Berkshire'ın Capital Cities/ABC'ye yatırımı 517 milyon dolardan 1,5 milyar dolara çıktı. Bu da yıllık % 14,5 bileşik getiri oranına karşılık gelir ki ortalamada hem CBS hem de S& P 500 endeksinden daha iyidir.

Doktrin: Rasyonellik

1988'de Cap Cities, şirketin tedavüldeki hisselerinin % 11'i olan iki milyon hissenin geri alımına onay çıktığını açıkladı. 1989'da şirket, nakit akışının 10 ila 12 katı satış yapan diğer

medya şirketlerinin teklif fiyatlarına kıyasla, şirketin ortalama nakit akışının 7,3 katıyla ortalama 445 dolar fiyatla 523 bin hisse senedi satın alarak 233 milyon dolar harcadı. Ertesi yıl, şirket ortalama 477 dolardan, işletme nakit akışının 7,6 katıyla 926 bin hisse satın aldı. 1992 yılında da şirket hisselerini toplamaya devam etti. O yıl, hisse başına ortalama 434 dolar veya 8,2 kat nakit akışı maliyetiyle 270 bin hisse satın aldı. Murphy, şirketin kendi kendisine ödediği bedelin, Burke ile birlikte cazip bulduğu diğer reklam veren destekli medya şirketlerinin fiyatından yine de daha düşük olduğunu söylüyordu. Cap Cities, 1988'den 1992'ye kadar, 866 milyon dolar yatırımla toplam 1 milyon 953 bin hisse senedi satın aldı.

Kasım 1993'te şirket, hisse başına 590 ila 630 dolar arasında fiyatlardan 2 milyona kadar hisse satın almak üzere açık eksiltme duyurusu yaptı. Berkshire, açık eksiltmeye katılarak üç milyon hissesinden bir milyonunu sattı. Tek başına bu hareket de geniş spekülasyonlara neden oldu. Şirket uygun bir satın alma yapamamış ve kendini de satılığa mı çıkarmıştı? Buffett, pozisyonunun üçte birini satarak şirketten vaz mı geçmişti? Cap Cities söylentileri yalanladı. Eğer şirket gerçekten de satılık olsaydı, Buffett'ın, kesinlikle daha yüksek gelir sağlayabileceği hisse senetlerini elinden çıkarmayacağı söylendi. Cap Cities/ABC sonunda hisse başına ortalama 630 dolar fiyatla 1,1 milyon hisse senedi satın aldı, bunların bir milyonu Berkshire'dan geldi. Buffett hisselerin % 13'üyle şirketin en büyük hissedarı olarak kalırken, Cap Cities'in hisse piyasasını altüst etmeden kendisine yeniden değerlendireceği 630 milyon dolar yarattı.

Buffett, yıllar boyunca sayısız işletmenin operasyonlarını ve yönetimini gözlemledi. Ancak ona göre Cap Cities ülkedeki en iyi yönetilen halka açık şirketti. Buffett, Cap Cities'e yatırım yaparken niyetinin bir göstergesi olarak, her ikisi de şirketi yönetmeye devam ettiği sürece, on bir yıl boyun-

ca tüm oy haklarını Murphy ve Burke'e verdi. Buffett'ın bu adamlara gösterdiği yüksek saygı konusunda hâlâ ikna olmadıysanız Buffett'ın şu sözlerine kulak verin: "Tom Murphy ve Dan Burke sadece harika yöneticiler değil, aynı zamanda tam da kızınızı vermek isteyeceğiniz türden adamlardır."[22]

The Coca-Cola Company

1988 sonbaharında, hisselerini birilerinin büyük meblağlarda satın almakta olduğu, Coca-Cola'nın başkanı Donald Keough'nun gözünden kaçmadı. 1987 borsa krizinden tam bir yıl sonra, Coca-Cola'nın hisseleri hâlâ kriz öncesi zirvelerinin % 25 altında işlem görüyordu. Ancak hisse fiyatları nihayet bir taban bulmuştu çünkü "bazı gizemli yatırımcılar hisseleri büyük lokmalar halinde yutuyordu." Keough, tüm satın alma işlemini yapan komisyoncunun orta batıdan olduğunu öğrenince, hemen aklına arkadaşı Warren Buffett geldi ve onu aramaya karar verdi.

"Pekâlâ, Warren, neler oluyor?" diyerek başladı Keough. "Coca-Cola'dan hiç hisse almıyorsundur, değil mi?" Buffett durdu ve sonra, "Aslına bakarsan alıyorum ama ben bunu ifşa edinceye kadar bu konuda sessiz kalırsan çok memnun olurum," dedi.[23] Buffett'ın Coca-Cola hisselerini satın aldığına dair bir haber çıkarsa bir anda piyasada bir satın alma telaşı baş gösterirdi, fiyatlar hızla yükselirdi ve bu, Berkshire için hiç de iyi olmazdı.

1989 baharında, Berkshire Hathaway hissedarları Buffett'ın 1,02 milyar dolar harcayarak Coca-Cola hisseleri satın aldığını öğrendi. Berkshire portföyünün üçte biriyle oynamıştı ve artık şirketin % 7'sine sahipti. Bu, Berkshire'ın o güne kadarki en büyük ilk tek kalem yatırımıydı ve Wall Street'te kafalar karışmıştı. Buffett, gazlı içecek satan yüz yıllık bir şirket için defter değerinin beş katını ve şirketin

kazançlarının on beş katından fazlasını vermiş, üstüne de borsaya hisse primi ödemişti. Omaha Kâhini, diğer herkesin gözden kaçırdığı neyi görmüştü?

Coca-Cola dünyanın en büyük içecek şirketidir. Dünya çapında iki yüzden fazla ülkede beş yüzden fazla farklı gazlı ve gazsız içecek satmaktadır. Bu beş yüz içeceğin Coca-Cola, Diet Coke, Fanta, Sprite, Vitaminwater, Powerade, Minute Maid, Simply, Georgia ve Dell Valle gibi on beş tanesi milyar dolarlık markalardır.

Buffett'ın Coca-Cola ile ilişkisi çocukluğuna kadar uzanır. İlk kolayı beş yaşındayken içmiş ve kısa bir süre sonra, 1. Bölüm'den hatırlayacağınız gibi, girişimciliğe 25 sente altı kola satın alıp her birini 5 sente satarak başlamıştı. Sonraki elli yıl boyunca, Coca-Cola'nın olağanüstü büyümesini gözlemledi ancak onun yerine tekstil fabrikaları, büyük mağazalar ve tarım ekipmanı üreticilerinin hisselerini satın aldı. 1986'da, Cherry Coke'un Berkshire Hathaway'in yıllık toplantılarının resmi meşrubatı olacağını resmen açıkladığında bile Buffett, Coca-Cola'nın henüz bir hissesini bile satın almamıştı. Buffett'ın hisseleri satın almaya başlaması bundan iki yıl sonra, 1988 yazına kadar gerçekleşmedi.

Doktrin: Basit ve Anlaşılır Olmak

Coca-Cola'nın işi nispeten basittir. Şirket, emtia girdileri satın alır ve bunları karıştırarak bir konsantre elde eder. Konsantreyi şişeleyicilere satar, onlar da bu konsantreyi başka şeylerle karıştırarak hazır hale getirirler. Şişeleyiciler daha sonra bitmiş ürünü mini marketler, süpermarketler ve otomatik satış makineleri dahil perakende satış noktalarına satar. Şirket ayrıca restoranlara ve fast-food perakendecilerine meşrubat şurupları sağlar. Onlar da bu içecekleri karton ya da cam bardaklarda müşterilerine sunar.

Doktrin: Tutarlı Faaliyet Geçmişi

Başka hiçbir şirket, Coca-Cola'nın tutarlı faaliyet geçmişiyle boy ölçüşemez. Şirket faaliyetlerine 1886'da bir içecek satarak başladı. Bugün, neredeyse yüz otuz yıl sonra, Coca-Cola birkaç ilaveyle aynı içeceği satmaya devam ediyor. Tek önemli fark, şirketin büyüklüğü ve coğrafi erişimidir.

Yirminci yüzyılın başında şirket, Amerika Birleşik Devletleri'nin tamamını kapsayacak şekilde on seyyar satıcı istihdam etmişti. Bu noktada, şirket yıllık 148 bin dolarlık satışla 116 bin 492 galon şurup satıyordu. Kuruluşundan elli yıl sonra, şirket yılda 207 milyon kasa içecek satar hale geldi (satışları galondan kasaya dönüştürdü). Buffett, "Coca-Cola gibi değişmeyen bir ürünü on yıl gibi bir sürede Coca-Cola gibi satmayı başarmış başka bir şirket göstermek zordur," demişti.[24] Bugün günde 1,7 milyar porsiyon ile Coca-Cola Company içecekler, hazır kahveler, meyve suları ve meyveli içeceklerin bir numaralı küresel sağlayıcısıdır.

Doktrin: Uzun Vadede Olumlu Beklentiler

Berkshire'ın 1989 yılında Coca-Cola Company'nin % 6,3'üne sahip olduğunu kamuoyuna duyurmasından kısa bir süre sonra *Atlanta Constitution*'dan iş dünyası yazarı Melissa Turner, Buffett ile röportaj yapmıştı. Buffett'a sık sorulan bir soruyu o da sordu: Neden daha önce Coca-Cola'nın hisselerini satın almamıştı? Buffett, cevabında, satın alma kararını verdiği sırada ne düşündüğünü anlattı:

"Diyelim ki on yıllığına uzaklara gideceksiniz," dedi, "ve bir yatırım yapmak istediniz. Şimdi bildiğiniz her şeyi biliyorsunuz ama yokluğunuzda yatırımınızı değiştiremeyeceksiniz. Ne düşünürdünüz?" Elbette işin basit ve anlaşılır olması gerekirdi. Elbette, işletme yıllar boyunca büyük bir ticari tutarlılık göstermiş olmalıydı. Ve elbette hakkındaki uzun

vadeli beklentiler olumlu olmalıydı. "Pazarının daha fazla büyüyeceğini, liderlerin yine dünya çapında liderler olarak kalacağını, grup halinde büyüyeceğini kesin olarak gözlemlediğim, koladan başka bir şey bilmiyorum," diye açıkladı Buffett. "Bu şirketi on yılın sonunda geri döndüğümde şu anda yaptıklarından çok daha fazla iş yapar bulabileceğimden eminim."[25]

Ama neden özellikle o zaman satın almıştı? Buffett'ın da tanımladığı üzere, Coca-Cola'nın ticari nitelikleri onlarca yıldır değişmeden kalmıştı. Buffett gözüne çarpan şeyin, 1980'lerde yönetim kurulu başkanı ve CEO, Roberto Goizueta ve Donald Keough liderliğinde Coca-Cola'da meydana gelen değişiklikler olduğunu söyledi.

Değişim kritikti ve gecikmişti. 1970'ler Coca-Cola için iç karartıcı yıllardı. Bu on yıl, şişeleyicilerle yaşanan anlaşmazlıklar, şirketin Minute Maid bahçelerinde göçmen işçilere kötü muamelede bulunma suçlamaları, çevrecilerin kolanın tek yönlü konteynerlerinin ülkenin büyüyen kirlilik sorununu daha da büyüttüğüne dair iddiaları ve Federal Ticaret Komisyonu'nun, şirketin münhasır *franchise* sisteminin Sherman Antitröst Yasasını ihlal ettiği yönündeki suçlamaları ile gölgelendi. Coca-Cola'nın uluslararası ticareti de sarsılıyordu. Şirketin İsrail'e temsilcilik vermesiyle başlayan Arap boykotu sonucunda, yıllarca süren yatırımlar heba olmuştu. Şirketin en hızlı büyüdüğü Japonya pazarı, kurumsal hatalarla dolu bir savaş alanıydı. 750 ml'lik kola şişeleri marketlerin raflarında resmen patlıyordu. Buna ek olarak, Japon tüketiciler şirketin Fanta Grape ürününde renklendirici olarak yapay katran kullanmasına öfkeyle karşı çıkmışlardı. Şirket, gerçek üzüm kabukları kullanarak yeni bir versiyon geliştirdiğinde, içerik fermente oldu ve üzümlü gazoz Tokyo Körfezi'ni boyladı.

1970'lerde Coca-Cola, içecek endüstrisinde tempoyu belirleyen yenilikçi bir şirket olmaktan çıkmış, parçalanmış ve tep-

kisel bir hal almıştı. Şirket, sorunlarına rağmen milyonlarca dolar kazanç elde etmeye devam etti. Fakat 1962'den itibaren CEO olarak görev yaptıktan sonra 1971'de başkanlığa atanan Paul Austin, Coca-Cola'nın kendi içecek pazarına yeniden yatırım yapmak yerine, yatırımlarını çeşitlendirmeye karar verdi. Kâr marjlarının düşük olmasına rağmen su projelerine ve karides çiftliklerine yatırım yaptı. Ayrıca bir şarap imalathanesi de satın aldı. Hissedarlar, Coca-Cola'nın alkolle ilişkilendirilmemesi gerektiğini savunarak bu harekete şiddetle karşı çıktılar. Austin, eleştirileri uzaklaştırmak için reklam kampanyalarına eşi görülmemiş miktarlarda paralar harcadı.

Bu arada Coca-Cola özsermayesi üzerinden % 20 kazandı ancak vergi öncesi marjlar düşüyordu. Şirketin 1974 ayı piyasasının sonunda piyasa değeri 3,1 milyar dolardı. Altı yıl sonra bu değer 4,1 milyar dolara çıktı. Diğer bir deyişle, 1974'ten 1980'e kadar şirketin piyasa değeri, S&P 500 endeksinin önemli ölçüde altında performans göstererek yıllık ortalama % 5,6 oranında arttı. Şirketin bu altı yılda elde tuttuğu her dolar için, piyasa değeri olarak yalnızca 1,02 dolar yarattı.

Coca-Cola'nın kurumsal sıkıntıları, Austin'in göz korkutucu ve burnundan kıl aldırmaz yaklaşımlarıyla daha da kötüleşti.[26] İşlerin kötüye gittiği yetmezmiş gibi, karısı Jeane de şirket içinde yıkıcı bir etki gösteriyordu. Şirketin klasiği haline gelmiş Norman Rockwell tablolarını atarak şirket merkezini modern sanat eserleriyle yeniden dekore etti. Hatta sanat eserleri almak için yaptığı gezilerde kurumun bir jetini de kullandı. Ama bu son hareketiyle kocasının çöküşüne de katkıda bulundu.

1980 yılının Mayıs ayında Bayan Austin, çalışanların şirket parkında öğle yemeği yemesini yasakladı. Yiyecek artıklarının güvercinleri bakımlı çimlere çektiğinden şikâyetçiydi. Çalışanların morali hiç olmadığı kadar düşüktü. Şirketin 1923'ten 1955'e kadar Coca-Cola'yı yöneten ve halen yönetim kurulu

finans komitesi başkanı olan doksan bir yaşındaki büyüğü Robert Woodruff, bu şikâyetlerden usanmıştı. Austin'in istifasını talep etti ve onun yerine Roberto Goizueta'yı getirdi.

Küba'da büyüyen Goizueta, Coca-Cola'nın ilk yabancı uyruklu CEO'su oldu. Austin ne kadar ketumsa Goizueta da bir o kadar dışadönüktü. İlk icraatlarından biri, Coca-Cola'nın en iyi elli yöneticisini Kaliforniya'nın Palm Springs şehrinde bir toplantıda bir araya getirmek oldu. "Bana neyi yanlış yaptığımızı söyleyin," dedi. "Hepsini bilmek istiyorum. Ve bir kez karar aldığımızda % 100 sadakat istiyorum. Bundan hoşnut olmayan varsa kendisiyle iyi bir anlaşma yaparak vedalaşacağız."[27] Bu toplantıdan, Coca-Cola'nın kurumsal hedeflerini özetleyen dokuz yüz kelimelik bir metin, "1980'ler Stratejisi" çıktı.

Goizueta, yöneticilerini makul riskler almaya teşvik etti. Coca-Cola'nın tepkisel değil, aktif olmasını istiyordu. Maliyetleri düşürerek işe başladı ve Coca-Cola'nın sahip olduğu tüm işletmelerin aktif kârlılıklarını optimize etmelerini istedi. Bu eylemler sonucunda kâr marjları aniden yükseldi.

Doktrin: Yüksek Kâr Marjları

1980'de Coca-Cola'nın vergi öncesi kâr marjları % 12,9'du. Marjlar art arda beş yıldır düşüyordu ve şirketin 1973'teki % 18'lik marjının önemli ölçüde altındaydı. Goizueta'nın ilk yılında vergi öncesi marjlar % 13,7'ye yükseldi; 1988'de Buffett, Coca-Cola hisselerini satın aldığında marjlar rekor bir tırmanışla % 19 olmuştu.

Doktrin: Sermaye Getirisi

"1980'ler Stratejisi"nde Goizueta, şirketin özsermaye üzerinden artık kabul edilebilir getiri sağlamayan bütün şirketleri

elden çıkaracağını söylemişti. Yeni ticari girişimlerin, yatırımı haklı çıkaracak yeterli gerçek büyüme potansiyeline sahip olması gerekiyordu. Coca-Cola artık durgun bir pazarda pay kapmak için mücadele etmekle uğraşmayacaktı. Goizueta direktifini verdi: "Oyunun kuralı yine değişmedi: Hisse başına kazancı ve sermaye getiri oranını artırmak."[28] Sözlerini eylemleri izledi: Coca-Cola'nın şarap şirketini 1983'te Seagram's satın aldı.

Şirket 1970'lerde özsermayede % 20 oranında kayda değer bir getiri elde etmiş olmasına rağmen Goizueta bununla yetinmedi. Getirileri daha da artırmalarını istiyordu ve şirket bunu gerçekleştirmek zorundaydı. 1988'de Coca-Cola'nın özsermaye getirisi % 31'e yükseldi.

Goizueta'nın Coca-Cola'sı, nereden bakarsanız bakın, Austin'in Coca-Cola'sını mali açıdan ikiye, hatta üçe katlıyordu. Sonuçlar şirketin piyasa değerinde de görülebiliyordu. 1980'de şirketin piyasa değeri 4,1 milyar dolardı. 1987'nin sonunda, Ekim ayındaki borsa çöküşüne rağmen bu değer 14,1 milyar dolara yükseldi. Sadece yedi yılda, Coca-Cola'nın piyasa değeri yıllık ortalama % 19,3 oranında artmıştı. Bu dönemde elde tuttuğu her bir dolar için Coca-Cola, piyasa değerinde 4,66 dolar artış sağladı.

Doktrin: Dürüstlük

Goizueta'nın 1980'ler stratejisinde hissedarlara da yer vardı. "Önümüzdeki on yıl boyunca hissedarlarımıza tam anlamıyla sadık kalacak ve yatırımlarını koruyup büyüteceğiz," deniyordu. "Hissedarlarımızın yatırımlarında ortalamanın üzerinde bir toplam getiri sağlamak için," diyordu Goizueta, "enflasyonun üstünde getiriler sağlayan işletmelere yöneleceğiz."[29]

Goizueta sadece sermaye yatırımları yaparak şirketi büyütmekle kalmayıp, hissedarların yatırımlarını da büyüt-

mek zorundaydı. Bunun için, Coca-Cola, kâr marjlarını ve özkaynak kârlılığını artırarak temettü ödemesi yaparken aynı zamanda temettü ödeme oranını düşürmeyi de başardı. 1980'lerde hissedarlara ödenen temettüler her yıl % 10 artarken, ödeme oranı % 65'ten % 40'a düştü. Bu sayede Coca-Cola büyümesini sürdürmek için, kazançlarının daha büyük bir yüzdesini yeniden yatırıma sevk ederken bunu hissedarlarından para kesmeden yaptı.

Goizueta'nın liderliğiyle Coca-Cola'nın bu misyon bildirisi kristal gibi netleşmişti; yönetimin başlıca amacı, hissedarların yatırımlarına zamanla maksimum değeri kazandırmaktı. Şirket bunun için yüksek getirili meşrubat işine odaklandı. Başarılı olursa, nakit akışında ve sermaye getirisinde artış ve dolayısıyla hissedarların toplam gelirlerinde artış olarak sonuçlara yansıyacaktı.

Doktrin: Rasyonel Yönetim

Net nakit akışındaki büyüme, yalnızca Coca-Cola hissedarlarının kâr payını artırmakla kalmadı; aynı zamanda şirketin ilk hisse senedi geri alım programını başlatmasına da olanak sağladı. 1984 yılında Goizueta, şirketin açık piyasadaki 6 milyon hisse senedini geri alacağını duyurdu. Geri alım, ancak şirketin gerçek değeri piyasa değerinden yüksekse rasyoneldir. Goizueta'nın hissedarlar için özkaynak getirisini artırmaya vurgu yaparak başlattığı stratejik değişiklikler, ona Coca-Cola'nın bu dönüm noktasına ulaştığını gösterdi.

Doktrin: Hissedar Kazançları

1973'te hissedar kazançları (net gelir artı amortisman eksi sermaye harcamaları) 152 milyon dolardı. 1980'de bileşik olarak yıllık % 8 artarak 262 milyon dolar oldu. 1981'den 1988'e

kadar, 262 milyon dolardan yıllık ortalama % 17,8'lik bir bileşik büyüme oranıyla 828 milyon dolara çıktı.

Hissedar kazançlarındaki artış, Coca-Cola'nın hisse fiyatlarına da yansıdı. Özellikle on yıllık dönemler halinde bakıldığında bu değişim belirgin bir şekilde görülür. 1973'ten 1982'ye kadar, Coca-Cola'nın toplam getirisi yıllık ortalama % 6,3 oranında arttı. Goizueta'nın yönetim yaklaşımının açıkça etkisini gösterdiği 1983'ten 1992'ye kadar on yıl boyunca hisse senetlerinin ortalama yıllık toplam getirisi % 31,1 oldu.

Doktrin: Kurumsal Mecburiyetler

Goizueta, Coca-Cola yönetimini devraldığında ilk hamlelerinden biri, Paul Austin'in girdiği alakasız işleri bir kenara bırakarak şirketi ana işi olan şurup satışına geri döndürmek oldu. Bu, Coca-Cola'nın kurumsal mecburiyetlere direnme yeteneğinin açık bir göstergesiydi.

Şirketi tek ürünlü bir işletmeye indirgemek kesinlikle cesurca bir hareketti. Goizueta'nın stratejisini daha da dikkate değer kılan şey, bunu sektördeki diğer rakipleri tam tersini yaptığı bir zamanda eyleme geçirmesiydi. Önde gelen içecek şirketleri kârlarını ilgisiz işlere yatırıyordu. Anheuser-Busch, bira işinden elde ettiği kârı eğlence parklarına yatırım yapmak için kullandı. Şarap ve alkollü içki üreticisi ve dağıtıcısı olan Brown Forman, kârını Çin porseleni, kristal, gümüş ve valiz işlerine yatırdı ve bunların hepsi çok daha düşük getiriler sağladı. Küresel bir içki ve şarap şirketi olan Seagram Company, Ltd., Universal Studios'u satın aldı. Coca-Cola'nın başlıca rakibi Pepsi, atıştırmalık işletmelerini (Frito-Lay) ve Taco Bell, Kentucky Fried Chicken ve Pizza Hut gibi restoranları satın aldı.

Goizueta'nın eyleminin yalnızca şirketin dikkatini en büyük ve en önemli ürününe odaklamakla kalmadığını, aynı

zamanda şirketin kaynaklarını en kârlı işine kullanmaya yönelik olduğunu belirtmekte yarar vardır. Şurup satmanın ekonomik getirisi, diğer işletmelerin ekonomik getirilerinden çok daha ağır bastığı için, şirket artık kârını yeniden en yüksek getirili işine yatırıyordu.

Doktrin: Değer Biçmek

Buffett 1988'de Coca-Cola hisselerini ilk satın aldığında insanlar şu soruyu sordular: "Kolanın değeri nedir?" Şirketin hisse senetlerine ödediği para, kazancın 15 katı ve nakit akışının 12 katı kadardı. Bu da piyasa ortalamasına göre % 30 ve % 50 oranında da prim demekti. Buffett, uzun vadeli tahvillerin % 9 getirdiği bir dönemde % 6,6 kazanç getirisi olan bir şirket için defter değerinin 5 katını ödemişti. Buffett'ı bunu yapmaya iten şey, Coca-Cola'nın olağanüstü düzeydeki ekonomik durumuydu. Şirket, sermaye yatırımına görece az para aktardığı halde özsermayeden % 31'lik kazanç elde ediyordu. Buffett, bu fiyatın değer hakkında hiçbir şey söylemediğini açıklıyordu. Coca-Cola'nın değeri de, diyordu, diğer şirketler gibi, işin ömrü boyunca gerçekleşmesi beklenen toplam hissedar kazancının uygun faiz oranıyla iskonto edilmiş şekliyle hesaplanacaktı.

1988'de Coca-Cola'nın hissedar kazancı 828 milyon dolara eşitti. O zamanki otuz yıllık ABD Hazine bonosu (risksiz faiz oranıyla) % 9'a yakın bir getiri ile işlem görüyordu. Coca-Cola'nın 1988 hissedar kazancı % 9 oranında iskonto edildiğinde 9,2 milyar dolarlık bir içsel değere karşılık geliyordu. Buffett, Coca-Cola hisselerini satın aldığında piyasa değeri 14,8 milyar dolardı. İlk bakışta bu, Buffett'ın şirket için fazla ödeme yapmış olabileceğini düşündürüyor. Ancak 9,2 milyar doların Coca-Cola'nın o zamanki hissedar kazancının iskontolu değeri olduğunu unutmayın. Coca-Cola için

9,2 milyar dolardan % 60 daha yüksek değerleme yapan alıcı, bunu Coca-Cola'nın gelecekteki büyüme fırsatlarına dayalı algısıyla yapıyordu.

Coca-Cola'yı analiz ederken, 1981'den 1988'e kadar hissedar kazançlarının yıllık ortalama % 17,8; yani risksiz faiz oranından daha hızlı arttığını gördük. Böyle durumlarda analistler iki aşamalı bir iskonto modeli kullanırlar. Bir şirketin belirli bir süre olağanüstü büyümesi ve ardından daha yavaş büyüme dönemi geçirmesi durumunda gelecekteki kazançlarını hesaplamaya yarar.

Şirketin gelecekteki nakit akışlarının 1988'deki değerini hesaplamak için bu iki aşamalı süreci kullanabiliriz. 1988'de Coca-Cola'nın hissedar kazancı 828 milyon dolardı. Coca-Cola'nın takip eden on yıl içinde hissedar kazancını yılda % 15 artırabileceğini varsayarsak (bu makul bir varsayımdır çünkü bu oran şirketin önceki yedi yıllık ortalamasından düşüktür), onuncu yıl hissedar kazancı 3,349 milyar dolara eşit olacaktır. Farz edelim ki, on birinci yıldan başlayarak büyüme hızı yılda % 5'e düşecek. % 9'luk bir iskonto oranı (o zamanki uzun vadeli tahvil faiz oranı) kullanarak, Coca-Cola'nın 1988'deki gerçek değerinin 48,377 milyar dolar olacağını hesaplayabiliriz.

Bu alıştırmayı farklı büyüme varsayımları kullanarak tekrar edebiliriz. Coca-Cola'nın hissedar kazancını on yıl boyunca % 12 artırabileceğini ve ardından % 5 büyüyebileceğini varsayarsak, şirketin % 9 iskontolu içsel değeri 1988 itibarıyla 38,163 milyar dolar olurdu. On yıl için % 10 ve sonrasında % 5 büyüme ile değer 32,497 milyar dolar olacaktır. Coca-Cola'nın sadece % 5'lik sabit bir büyüme göstereceği varsayılsa bile şirket yine de en az 20,7 milyar dolar değerinde olacaktır.

Doktrin: Cazip Fiyatlarla Alım Yapmak

Haziran 1988'de, Coca-Cola'nın fiyatı hisse başına yaklaşık 10 dolardı (bölünmeye göre ayarlanmış). On ay içinde Buffett, toplam 1,023 milyar dolarlık yatırım karşılığında 93 milyon 400 bin hisse satın aldı. Hisse başına ortalama maliyeti 10,96 dolardı. 1989'un sonunda Coca-Cola, Berkshire'ın hisse senedi portföyünün % 35'ini oluşturuyordu.

Goizueta'nın 1980 yılında Coca-Cola'nın başına geçmesinden sonra, şirketin hisse senedi fiyatları her yıl artmıştı. Buffett ilk hisselerini satın almadan önceki beş yıl içinde, hisse fiyatındaki ortalama yıllık kazanç % 18 idi. Şirketin durumu o kadar iyiydi ki, Buffett kelepir fiyatlarla hisse satın alamadı. Yine de hamlesini yaptı. Fiyatın değerle hiçbir ilgisi olmadığını yeniden hatırlattı.

Buffett'ın satın alma döneminde, 1988 ve 1989'da Coca-Cola'nın borsa değeri ortalama 15,1 milyar dolardı. Ancak Buffett'ın tahminine göre, şirketin gerçek değeri (her yıl % 5'lik değer artışı öngörülürse) 20,7 milyar dolar, (yıllık % 10'luk değer artışı öngörülürse) 32,4 milyar dolar, (% 12'lik büyüme varsayılırsa) 38,1 milyar dolar ve (% 15'lik büyüme için) 48,3 milyar dolardı. Buffett'ın iskontolu güvenlik marjı ihtiyatlı olunursa % 27'den başlayarak % 70'e kadar çıkarılabilirdi.

Buffett'a göre, uzun bir süre boyunca, sürdürülebilir yüksek getiri oranlarıyla, her defasında daha fazla miktarda sermaye kullanabilen bir şirketten daha iyisi bulunmazdı. İşte Buffett'ın zihnindeki mükemmel Coca-Cola tanımı buydu. Berkshire'ın Coca-Cola'ya yatırım yapmaya başlamasından on yıl sonra, şirketin piyasa değeri 25,8 milyar dolardan 143 milyar dolara çıktı. Bu süre zarfında şirket 26,9 milyar dolar kâr üretti, hissedarlara 10,5 milyar dolar temettü ödedi ve yeniden yatırım için 16,4 milyar doları alıkoydu. Şirket elin-

de tuttuğu her bir dolar için, piyasa değeri olarak 7,20 dolar yarattı. 1999 yılı sonunda, Berkshire'ın Coca-Cola'daki 1,023 milyar dolarlık ilk yatırımı 11,6 milyar dolar değerine ulaşmıştı. S&P 500 endeksine yatırılsa aynı para 3 milyar dolara ulaşacaktı.

General Dynamics

1990'da General Dynamics, McDonnell Douglas Corporation'ın ardından ülkenin en büyük ikinci savunma sanayi şirketiydi. General Dynamics, ABD silahlı kuvvetlerine hava savunma sistemleri, uzaydan fırlatılan araçlar ve savaş uçaklarına (F-16'lar) ek olarak füze sistemleri (Tomahawk, Sparrow, Stinger ve diğer gelişmiş seyir füzeleri) sağlıyordu. 1990 yılında şirketin toplam satışı 10 milyar doları geçmişti. 1993 yılında satışlar 3,5 milyar dolara düştü. Buna rağmen bu dönemde hissedar değeri yedi kat arttı.

1990'da Berlin Duvarı'nın yıkılışı uzun ve masraflı Soğuk Savaş'ın sona eriş sinyallerini veriyordu. Ertesi yıl Sovyetler Birliği'nde komünizm çöktü. Birinci Dünya Savaşı'ndan Vietnam Savaşı'na kadar zor kazanılan her zaferle birlikte Birleşik Devletler, muazzam yoğunluktaki savunma kaynaklarını yeniden yapılandırmak zorunda kaldı. Artık Soğuk Savaş sona erdiğine göre, ABD askeri sanayii başka bir yeniden yapılanmanın ortasındaydı.

Ocak 1991'de General Dynamics, William Anders'ı CEO olarak atadı. O zamanlar hisse fiyatı 19 dolarla son on yılın en düşük seviyesindeydi. Başlangıçta Anders, Wall Street'i, azalan savunma bütçesine rağmen şirketin daha çok değer kazanabileceğine ikna etmeye çalıştı.

Analistleri olumsuz etkileyecek finansal belirsizlikleri ortadan kaldırmak amacıyla şirketi yeniden yapılandırmaya başladı. Sermaye harcamalarını ve araştırma geliştirme faali-

yetlerini 1 milyar dolar kadar azalttı, istihdamı binlerle ifade edilecek şekilde azalttı ve General Dynamics'in hisse fiyatlarına odaklanan bir telafi programı başlattı.

Anders'ın savunma endüstrisinin temelden değiştiğini ve başarılı olabilmek için General Dynamics'in kemer sıkmaktan daha dramatik adımlar atması gerektiğini anlaması çok uzun sürmedi. Piyasada yeteri kadar savunma işi yoktu. Küçülen savunma bütçesiyle birlikte şirketler küçülmeye gidecek, savunma dışı işlere kayacak veya küçük çaplı savunma işlerine yönelecekti.

Doktrin: Kurumsal Mecburiyetler

Anders 1991 yılının Ekim ayında bir danışmanını savunma sanayii ile ilgili araştırma yapmak üzere görevlendirdi. Sonuçlar ciddiydi: Savunma şirketleri, savunma dışı işlere yöneldiklerinde % 80 oranında başarısız oluyorlardı. Savunma sanayiine kapasite fazlası yük bindiğinde savunma şirketlerinin hiçbiri verimli çalışamazdı. Anders başarılı olmak için General Dynamics'in işlerini rasyonelleştirmesi gerektiği sonucuna vardı. General Dynamics'in yalnızca (1) kendi markası altında piyasada kabul gören ve (2) kritik kütleye sahip, araştırma-geliştirme ile üretim kapasitesi arasında dengeyi bulmuş, ölçek ekonomisi ile finansal güç üreten işletmeleri elinde tutmasına karar verildi. Anders kritik kütleye ulaşamayan işletmelerin satılacağını söyledi.

Başlangıçta Anders, General Dynamics'in denizaltılar, tanklar, uçaklar ve uzay sistemleri olmak üzere dört temel operasyona odaklanması gerektiğini düşünüyordu. Bu işletmeler pazar liderleriydi ve Anders, küçülen bir savunma pazarında bile varlıklarını sürdüreceklerini düşünüyordu. General Dynamics'in geri kalan işletmeleri satılacaktı. Böylece Kasım 1991'de General Dynamics, Data Systems'ı 200 milyon

dolara Computer Sciences şirketine sattı. Ertesi yıl şirket Cessna Aircraft'ı Textron'a 600 milyon dolara ve füze işletmesini de Hughes Aircraft'a 450 milyon dolara sattı. Şirket, altı aydan kısa bir süre içinde, aslî olmayan işlerini satarak 1,25 milyar dolar topladı.

Anders'ın eylemleri Wall Street'i uyandırdı. 1991'de General Dynamics'in hisse fiyatı % 112 arttı. Anders'ın daha sonra yaptığı şey Buffett'ın dikkatini çekti.

Anders, nakit varlığı ile şirketin önce likidite ihtiyacını karşılayacağını, ardından finansal güç sağlamak için borçlarını azaltacağını açıkladı. Borçları azalttıktan sonra da General Dynamics hâlâ ihtiyacının çok üzerinde nakit üretiyordu. Küçülen bir savunma bütçesine kapasite eklemenin mantıklı olmadığını ve savunma dışı işlere yönelik çeşitlendirmenin başarısızlığı davet ettiğini bilen Anders, fazla parayı hissedarların yararına kullanmaya karar verdi. Temmuz 1992'de, açık eksiltme koşulları altında, General Dynamics 65,37 ile 72,25 dolar arasındaki fiyatlarla 13,2 milyon hisse satın aldı ve tedavüldeki hisselerini % 30 azalttı.

22 Temmuz 1992 sabahı Buffett, Anders'ı arayıp Berkshire'ın General Dynamics'in 4,3 milyon hissesini satın aldığını söyledi. Buffett, Anders'a General Dynamics'ten etkilendiğini ve hisseleri yatırım amacıyla satın aldığını söyledi. Eylül ayında Buffett, General Dynamics yönetim kuruluna, Anders CEO olduğu sürece Berkshire'ın hisseleri adına oy vermesi için bir de vekalet verdi.

Doktrin: Rasyonellik

Berkshire'ın hisse senedi alımlarından hiçbiri General Dynamics kadar kafa karışıklığına neden olmamıştı. Buffett'ın önceki alımlarının geleneksel işaretlerinden hiçbiri yoktu. Basit ve anlaşılır bir şirket değildi, tutarlı bir performans sergile-

miyordu ve uzun vadeli olumlu beklentileri yoktu. Sadece devlet tarafından kontrol edilen bir sektör şirketi olmasının yanı sıra (satışlarının % 90'ı devlet sözleşmelerinden geliyordu) sektörü de küçülüyordu. General Dynamics, acınası kâr marjlarına ve ortalamanın altında özsermaye getirilerine sahipti. Dahası, gelecekteki nakit akışları bilinmiyordu. Öyleyse Buffett bu şirkete nasıl değer biçmişti? Aslında Buffett, başlangıçta General Dynamics hisselerini uzun vadeli satın almamıştı. Bunu bir arbitraj fırsatı olarak görmüştü, dolayısıyla olağan finansal ve ticari gereklilikler burada geçerli değildi.

Buffett, "General Dynamics hisselerini satın aldığımız için şanslıydık," diye yazdı. "Şirket, hisselerinin yaklaşık % 30'unu açık eksiltme yoluyla geri alacağını açıkladığı geçen yaza kadar pek dikkatimi çekmemişti. Arbitraj fırsatını görünce hisselerimizi küçük bir kârla ihale etme düşüncesiyle Berkshire adına hisseleri satın almaya başladım."[30]

Fakat sonra fikrini değiştirdi. Orijinal plan, Berkshire hisselerini açık eksiltme yoluyla satmaktı. "Ama sonra şirketi incelemeye başladım ve Bill Anders'ın CEO olduktan sonra kısa sürede elde ettiği başarıları gördüm. Ve gördüklerim gözlerimi kamaştırdı. Bill'in açıkça ifade ettiği, rasyonel bir stratejisi vardı; odaklanmış bir şekilde vakit kaybetmeden bu stratejiyi canla başla uyguluyordu. Sonuçları da gerçekten dikkate değerdi," diyordu Buffett.[31] General Dynamics hisselerini arbitraj ile satma düşüncesinden böylece vazgeçen Buffet, uzun vadeli hissedar olmaya karar verdi.

Buffett'ın General Dynamics'e yaptığı yatırım, Bill Anders'ın kurumsal mecburiyetlere direnme yeteneğinin bir sonucuydu. Eleştirmenler, Anders'ın büyük bir şirketi tasfiye ettiğini iddia etse de Anders, şirketin realize olmayan değerlerini paraya dönüştürdüğünü savunuyordu. 1991'de görevi devraldığında General Dynamics'in hisseleri defter değerine

% 60 indirimle işlem görüyordu. Önceki on yılda, diğer on savunma şirketi % 17 ve S&P 500 endeksi % 17,6'lık bir getiri sağlarken General Dynamics hissedarlarına yıllık % 9'luk bir getiri sağlamıştı. Buffett, defter değerinin altında işlem gören, nakit akışı üreten ve tasfiye programı başlatan bir şirket görmüştü. Ek olarak ve en önemlisi, bu şirketin yönetimi hissedar odaklıydı.

Daha önce General Dynamics'in uçak ve uzay sistemlerinin çekirdek olarak kalacağını düşünse de Anders bu işletmeleri satmaya karar verdi. Uçak bölümü Lockheed'e satıldı. O zamanlar General Dynamics, Lockheed ve Boeing, yeni nesil taktik avcı uçağı F-22'nin geliştirilmesinde üçte bir ortaklardı. General Dynamics'in uçak bölümünü satın alan Lockheed, olgunlaşmış F-16 projesinin ve Boeing ortaklığında F-22 projesinin üçte ikilik hissesinin sahibi oldu. Uzay sistemleri işi, Titan uzay fırlatma araçları ailesinin üreticisi Martin Marietta'ya satıldı. İki işletmenin birlikte satılması, General Dynamics'e 1,72 milyar dolar sağladı.

Nakit paraya doyan şirket, parayı yine hissedarlarına dağıttı. Nisan 1993'te şirket, hissedarlara hisse başına 20 dolarlık özel bir temettü dağıttı. Temmuz ayında şirket 18 dolarlık özel bir temettü daha verirken ekim ayında da hisse başına 12 dolar verdi. 1993 yılında şirket 50 dolar özel temettü dağıttı ve üç aylık temettüyü hisse başına 0,40 dolardan 0,60 dolara yükseltti. Temmuz 1992'den 1993'ün sonuna kadar, hisse başına 72 dolarlık yatırımı için Berkshire 2,60 dolar ortak temettü, 50 dolar özel temettü alırken hisse fiyatları da 103 dolara yükseldi. Böylece on sekiz ayda % 116 getiri sağladı. Çok doğaldır ki bu süre zarfında General Dynamics sadece emsal grubundan daha iyi performans göstermekle kalmadı, aynı zamanda S&P 500 endeksini epey geride bıraktı.

Wells Fargo & Company

General Dynamics, Buffett'ın o zamana kadar yaptığı en kafa karıştırıcı yatırım ise Wells Fargo & Company yatırımı da kesinlikle en tartışmalı yatırım olarak nitelendirilebilir. Ekim 1990'da Buffett, Berkshire'ın Wells Fargo'nun 5 milyon hissesini satın aldığını ve şirkete hisse başına ortalama 57,88 dolar ile 289 milyon dolar yatırım yaptığını duyurdu. Berkshire böylece tedavüldeki hisselerin % 10'una sahip olarak bankanın en büyük hissedarı oldu.

Yılın başlarında Wells Fargo hisse başına 86 dolara kadar işlem görmüştü ancak daha sonra yatırımcılar Kaliforniya bankalarını ve tasarruflarını bir bir terk etmeye başladılar. Batı Kıyısı'nı sarsan durgunluğun ticari ve konut amaçlı emlak piyasasında büyük kredi zararlarına neden olacağından korkuyorlardı. Wells Fargo, Kaliforniya bankaları arasında en çok ticari gayrimenkule sahip banka olduğundan, yatırımcılar hisse senetlerini sattılar. Açığa satış yapanlar da aşağı yönlü baskıyı artırdı. Buffett'ın şirketten hisse satın almaya başlamasıyla eşzamanlı bir şekilde Wells Fargo'nun hisselerine olan ilgi ekim ayında % 77 arttı.

Berkshire'ın büyük hissedar olduğu duyurusunu takip eden aylarda, Wells Fargo için verilen savaş, ağır sıklet boks maçına benziyordu. Bir köşede Buffett, Wells Fargo'nun değerini artıracağına 289 milyon dolara bahse giren bir boğaydı. Diğer köşede, açığa satış yapanlarsa ayılardı ve o yıl zaten % 49 düşen Wells Fargo hisselerinin daha da düşeceğini iddia ediyorlardı. Ülkenin en büyük aşağı satış yapanları, Feshbach Kardeşler, Buffett'a karşı bahis oynuyorlardı. Feshbachs'ın Dallas'taki para yöneticilerinden Tom Barton, "Wells Fargo ölmüş eşektir," diyordu. "Onlara iflasa aday demek doğru olmaz sanırım. Ama artık çocuk bahçesine dönerler."[32] Bununla Barton, Wells Fargo'nun artık ancak yeniyetme gençlerle ticaret yapacağını kastediyordu. Prudential

Securities analisti George Salem, "Buffett ünlü bir kelepir ve uzun vadeli bir yatırımcı ancak Kaliforniya bu sefer yeni Texas olabilir." diyordu.[14] Salem, enerji fiyatlarının düşmesi sırasında Texas'ta meydana gelen banka iflaslarına atıfta bulunuyordu. Barron's'tan John Liscio, "Buffett bu servetiyle para harcama yarışında herkesi geçer ama banka hisselerinde dip yapıp durursa sıfırı çabuk görür," diyordu.[15]

Buffett bankacılık işine çok aşinaydı. 1969'da Berkshire Hathaway, Illinois National Bank and Trust Company'nin % 98 hissesini satın almıştı. Bankacılık Yasası çıkıp da Berkshire 1979'da bankadaki bir kısım hisselerini elden çıkarmak zorunda kalmadan önce Buffett, Berkshire'ın yıllık raporlarında her yıl bankanın satışlarını ve kazançlarını duyururdu. Banka, Berkshire'ın diğer kontrollü holdinglerinin yanında yerini aldı.

Buffett'ın karmaşık sigorta işini anlamasına Jack Ringwalt yardımcı olmuştu. Illinois National Bank'ın başkanı Gene Abegg de Buffett'a bankacılık işini öğretti. Buffett, bankaların kredileri dikkatli bir şekilde vermeleri ve mali yetleri düşürmeleri durumunda kârlı işletmeler olduklarını öğrendi. "Deneyimlerimiz, yüksek maliyetli operasyonları yönetenlerin, ek maliyetler getirmede inanılmaz becerikli oldukları yönündedir," diyordu Buffett, "buna karşılık, sıkı sıkıya yürütülen operasyonların yöneticileri de, maliyetleri rakiplerinin çok altında olsa bile, masrafları kısmanın farklı yollarını bulma konusunda aynı düzeyde beceriklidirler. Bu ikinci türden beceriyi hiç kimse Gene Abegg'den daha iyi gösterememiştir."[16]

Doktrin: Uzun Vadede Olumlu Beklentiler

Buffett, Wells Fargo'nun Coca-Cola olmadığını söyler. Coca-Cola'nın bir işletme olarak başarısız olabileceğini hayal etmek zordur. Ancak bankacılık işi farklıdır. Bankalar birçok

şekilde başarısız olabilir. Buffett'a göre, batan bankaların çoğunda akıllı bir bankacının asla vermeyeceği türden aptalca krediler veren yönetimlerin hataları göze çarpar. Varlıklar, bankacılık sektörünün genelinde özsermayenin yirmi katı olduğu için, küçük bir varlığa mal olan yönetimsel bir aptallık bile şirketin özsermayesini yok edebilir.

Yine de, bankaların iyi yatırımlara dönüşmesi imkânsız değil, diyor Buffett. Yönetim işini iyi yaparsa bankalar % 20 özkaynak getirisi sağlayabilir. Bu miktar, Coca-Cola'nın kazanabileceğinin altında olmakla birlikte çoğu işletme için ortalama getirinin üzerindedir. Buffett, bir banka iseniz sektörünüzde bir numara olmanıza gerek olmadığını da söylüyor. Önemli olan; alacaklarınızı, borçlarınızı ve maliyetlerinizi nasıl yönettiğinizdir. Sigorta gibi, bankacılık da bir emtia işidir. Ve bildiğimiz gibi, emtia türü işlerde genellikle en ayırt edici özellik, yönetimsel eylemlerdir. Bu bağlamda Buffett, bankacılıktaki en iyi yönetim ekibini seçmişti. "Wells Fargo ile," diyor Buffett, "sanırım sektördeki en iyi yöneticiler olan Carl Reichardt ve Paul Hazen'ı almıştık. Carl ve Paul'ün birlikteliği bana birçok açıdan Capital Cities/ABC'deki Tom Murphy ve Dan Burke birlikteliğini hatırlatıyor. Her iki çift de parçalarının toplamından daha güçlüydü."[36]

Doktrin: Rasyonellik

Carl Reichardt 1983'te Wells Fargo'nun başkanı olunca, durgun giden bankayı kârlı bir işletmeye dönüştürmeye başladı. Wells Fargo, 1983'ten 1990'a kadar, varlıklar üzerinden % 1,3 ve özsermaye üzerinden % 15,2'lik ortalama getiri elde etti. 1990 yılına gelindiğinde, 56 milyar dolarlık varlıkla ülkenin en büyük onuncu bankası haline gelmişti. Buffett'ın hayran olduğu birçok yönetici gibi Reichardt da rasyoneldi. Hisse senedi geri alım programları veya hissedarları ödüllendiren özel temettü ödemeleri yapmamış olmasına rağmen, Wells

Fargo'yu hisse sahiplerinin yararına yönetiyordu. Capital Cities/ABC'deki Tom Murphy gibi, iş maliyetleri kontrol etmeye geldiğinde de efsaneydi. Reichardt maliyetleri kontrol altına alınca da durmak bilmiyordu. Sürekli kârlılığı artırmanın yollarını arıyordu.

Bir bankanın operasyonel verimliliğinin ölçülerinden biri de işleyişe bağlı (yani, faiz dışı) giderlerinin net faiz gelirine oranıdır.[37] Wells Fargo'nun işleyişe bağlı verimliliği First Interstate veya Bank of America'dan % 20 ila 30 daha iyiydi. Reichardt, Wells Fargo'yu bir girişimci gibi yönetiyordu. "Bu şirketi bir işletme gibi yönetmeye çalışıyoruz," diyordu. "İki kere iki dört eder. Yedi ya da sekiz değil."[38]

Buffett 1990 yılında Wells Fargo hisselerini satın alırken, banka o yılı ülkedeki büyük bankalar arasında en yüksek ticari gayrimenkul kredisi oranıyla kapattı. Wells Fargo'nun 14,5 milyar dolarlık ticari kredisi, özsermayesinin beş katına denk geliyordu. Kaliforniya'daki durgunluk kötüye gittiği için, analistler bankanın ticari kredilerinin büyük bir kısmının batacağını düşünüyorlardı. Wells Fargo'nun hisse fiyatının 1990 ve 1991'de düşmesine neden olan da buydu.

FSLIC* fiyaskosunun ardından, banka müfettişleri Wells Fargo'nun kredi portföyünü titizlikle gözden geçirdiler. Bankaya şüpheli krediler için 1991'de 1,3 milyar dolar ve ertesi yıl 1,2 milyar dolar rezerv ayırması için baskı yaptılar. Rezervler her çeyrekte bir kenara ayrıldığından, yatırımcılar müteakip her açıklamaya kulak kabartmaya başladı. Banka, kredi rezervleri için büyük ücret almak yerine, masrafları iki yıllık bir süreye yaydı. Yatırımcılar, bankanın sorunlu kredilerinin vadesine ulaşıp ulaşamayacağını merak etmeye başladı.

Berkshire, 1990 yılında Wells Fargo hisselerini satın aldığını duyurduktan sonra, hisse senedi fiyatları kısa bir süre

* Federal Savings and Loan Insurance Corporation: Federal Tasarruf ve Kredi Sigorta Kurumu. *-yhn*

yükseldi; 1991'in başlarında 98 dolara ulaştı ve Berkshire'a 200 milyon dolar kâr sağladı. Ancak daha sonra, Haziran 1991'de, banka rezervler için yeni bir ücret talep etti ve hisse senedi fiyatı iki günde 13 puan düşerek 74 dolar oldu. 1991'in dördüncü çeyreğinde hisse senedi fiyatları biraz toparlansa da, Wells Fargo'nun kredi zararı rezervlerine ilaveten kazançlara karşılık bir ücret daha almak durumunda olduğu ortaya çıktı. Yıl sonunda hisse senedi fiyatı, hisse başına 58 dolardan kapandı. Kuvvetli bir iniş çıkışın ardından, Berkshire'ın yatırımı aynı seviyeye gelmişti. Buffett, "Hem Kaliforniya'daki durgunluğu hem de şirketin gayrimenkul sorunlarını hafife aldım," diye itirafta bulunacaktı.[39]

Doktrin: Değer Biçmek

1990'da Wells Fargo, 1989'a göre % 18 artışla 711 milyon dolar kazandı. Ertesi yıl, kredi kaybı rezervleri nedeniyle banka 21 milyon dolar kazandı. Bir yıl sonra, kazançlar biraz artarak 283 milyon dolara yükseldi ama hâlâ iki yıl önceki kazancın yarısından bile azdı. Şaşırtıcı olmayan bir şekilde, bir bankanın kazancı ile kredi kaybı provizyonları arasında ters ilişki vardır. Ancak Wells Fargo'nun kredi kaybı provizyonlarını gelir tablosundan çıkarırsanız, dinamik kazanç gücüne sahip bir şirket olduğunu görürsünüz. 1983'ten beri bankanın net faiz geliri % 11,3 oranında ve faiz dışı geliri (yatırım ücretleri, teminat geliri, mevduat masrafları) % 15,3 oranında büyümüştü. 1991 ve 1992'deki olağandışı kredi kaybı provizyonlarını çıkarsanız, bankanın kazanç gücü yaklaşık 1 milyar dolar olacaktı.

Bir bankanın değeri, net değeri artı öngörülen kazancının bir fonksiyonudur. Berkshire Hathaway 1990 yılında Wells Fargo hisselerini satın almaya başladığında şirket önceki yıl 600 milyon dolar kazanmıştı. 1990'da 30 yıllık ABD devlet

tahvilinin ortalama getirisi yaklaşık % 8,5'ti. Temkinli bir yaklaşımla, Wells Fargo'nun 1989 yılındaki 600 milyon dolarlık kazancı % 9 iskontoyla hesaba katıldığında bankanın değeri 6,6 milyar dolar olarak belirlenebilirdi. Banka gelecek otuz yıl boyunca yıllık olarak 600 milyon dolardan bir kuruş fazla kazanmazsa, değeri minimum 6,6 milyar dolardı. Buffett, 1990 yılında Wells Fargo hisselerini satın aldığında hisse başına 58 dolar ödedi. Tedavüldeki 52 milyon hisse düşünüldüğünde şirketin değerinin % 55 altındaki 3 milyar dolara denk geliyordu.

Tabii ki Wells Fargo ile ilgili tartışma, şirketin tüm kredi sorunları göz önünde bulundurulduğunda kazanç gücüne sahip olup olmadığı etrafında dönüyordu. Açığa satış yapanlar, olmadığını söylüyor; Buffett ise, olduğunu söylüyordu. Wells Fargo'dan hisse almanın risksiz olmadığını o da biliyordu. Satın almasını şu şekilde rasyonelleştirdi: "Kaliforniya bankaları büyük bir deprem riskiyle karşı karşıyadır ve bu da kredi veren bankaları yok edecek kadar büyük zararlar açabilir. İkinci bir risk de sistemiktir. Ne kadar akıllıca yönetilirse yönetilsin, neredeyse her yüksek kaldıraçlı kurumu tehlikeye atacak kadar şiddetli bir daralma veya finansal panik olasılığı vardır."[40] Buffett'a göre işte bu iki olayın meydana gelme olasılığı düşüktü. Ancak yine de geçerli bir risk vardı: "Piyasanın en büyük güncel korkusu, Batı Kıyısı emlak değerlerinin aşırı inşaat nedeniyle düşmesi ve genişlemeyi finanse eden bankalara büyük zararlar vermesidir. Gayrimenkulde önde gelen bir kredi sağlayıcısı olduğu için, Wells Fargo'nun özellikle savunmasız olduğu düşünülüyor."[41]

Buffett, Wells Fargo'nun kredi zararları için ortalama 300 milyon dolar harcadıktan sonra vergi öncesi yılda 1 milyar dolar kazandığını biliyordu. 1991'de bankanın 48 milyar dolarlık kredilerinin (ticari krediler değil, bankanın tüm kredileri) % 10'unun sorunlu olduğunu ve faiz dahil olmak üzere

anaparanın ortalama % 30'u kadar zarar ürettiğini varsayarsak Wells Fargo başa baş noktasına gelirdi. Buffett'ın hesaplarına göre bu, olası değildi. Wells Fargo bir yıl boyunca hiç para kazanmasa bile problem olmazdı. "Berkshire'da," diyordu Buffett, "bir yıl boyunca hiç getiri sağlamayan işletmeler satın almayı veya sermaye projelerine yatırım yapmayı doğal karşılarız, ancak bunların daha sonra artan özsermaye üzerinden % 20 kazanmasını bekleriz."[42] Buffett hisse senetlerini değerinin % 50 altında satın alabildiğini görünce Wells Fargo'nun cazibesi arttı.

"Bankacılık kötü bir iş olmak zorunda değildir ama çoğu zaman öyledir," diyordu Buffett, "bankacılar da aptalca şeyler yapmak zorunda değildir ama çoğu zaman yaparlar."[43] Onun tanımına göre yüksek riskli kredi demek, aptal bir bankacının verdiği kredi demekti. Buffett, Wells Fargo hisselerini satın alırken, aslında Reichardt'ın aptal bir bankacı olmadığına dair bahse girmiş oldu. Charlie Munger, "Sadece yönetim üzerine bir bahis," diyordu. "Sorunları diğer insanlardan daha hızlı ve daha iyi çözeceklerini düşünüyoruz."[44] Berkshire bu iddiasından kazançlı çıktı. 1993'ün sonunda Wells Fargo'nun hisse başına fiyatı 137 dolara ulaştı.

American Express Company

Buffett, "Bir şirket ve ürünlerine uzun süredir aşina olmak onu değerlendirmede genellikle yardımcı oluyor," diyordu.[45] Beş sent karşılığında Coca-Cola şişeleri satmak, *Washington Post* dağıtıcılığı yapmak ve babasının müşterilerine GEICO hisseleri satın almalarını tavsiye etmek dışında Buffett, American Express ile de Berkshire'ın sahip olduğu diğer şirketlerden daha uzun bir geçmişe sahipti. 1960'ların ortalarında, Buffett Limited Ortaklığı'nın, şirketin salata yağı skandalındaki kayıplarından kısa bir süre sonra varlıklarının % 40'ını

American Express'e yatırdığını hatırlıyor olmalısınız. Otuz yıl sonra Berkshire, American Express hisselerinin % 10'unu 1,4 milyar dolara topladı.

Doktrin: Tutarlı Faaliyet Geçmişi

Şirket bir değişim dönemi geçirmiş olsa da American Express esasen Buffett'ın kendi yatırım ortaklığında hisselerini ilk satın aldığı şirketin aynısıydı. Üç bölümü vardı. American Express harcama kartı ve American Express Travelers Cheques'i çıkaran Seyahatle İlgili Hizmetler (TRS), American Express'in satışlarının yaklaşık % 72'sine karşılık geliyordu. Finansal planlama, sigorta ve yatırım ürünleri bölümü olan American Express Financial Advisors (eski adıyla IDS Financial Services) ise satışların % 22'sini oluşturuyordu. American Express Bank da satışların sadece % 5'ine denk geliyordu. Banka, uzun süredir American Express kartının yerel temsilcisiydi ve dünya çapında otuz yedi ülkede seksen yedi ofisten oluşan bir ağı vardı.

Kârın büyük kısmını hâlâ American Express Seyahatle İlgili Hizmetler birimi getiriyordu. Bölüm her zaman önemli miktarda hissedar kazancı elde etmiş ve şirketin büyümesini kolaylıkla finanse etmişti. Ancak bir şirket operasyonlar için ihtiyaç duyduğundan daha fazla nakit ürettiğinde, bu sermayeyi akıllıca tahsis etmek genellikle bir yönetim testi haline gelir. Bazı yöneticiler, sadece gerekli yerlere yatırım yaparak ve bakiyeyi ya temettü artırarak ya da hisseleri geri alarak şirket sahiplerine iade etmek suretiyle bu testi geçerler. Kurumsal mecburiyetlere direnemeyen yöneticiler de sürekli nakit harcamanın ve şirketin hükümranlık alanını genişletmenin yollarını bulurlar.

Ne yazık ki James Robinson liderliğindeki American Express'in de birkaç yıldır kaderi buydu.

Robinson'ın planı, TRS'in fazla parasını, ilgili işletmeleri satın almak için kullanmak ve böylece American Express'i bir finansal hizmetler merkezi haline getirmekti. IDS, gerçekten kârlı bir satın alma olduğunu göstermişti. Ancak Robinson'ın Shearson-Lehman'ı satın alması hayal kırıklığı yarattı. Shearson yalnızca kendi kendini finanse edememekle kalmadı, aynı zamanda kendi operasyonları için TRS'in sürekli artan miktarlarda nakit fazlasına ihtiyaç duydu. Robinson, süreç içinde Shearson'a toplam 4 milyar dolar yatırım yaptı. Robinson'ı Buffett ile iletişime geçmeye iten şey de bu mali çöküş oldu. Berkshire, 300 milyon dolarlık imtiyazlı hisse satın aldı. Buffett o sırada American Express'e imtiyazlı hisseler yoluyla yatırım yapmayı tercih etmiş olsa da, şirketin yeniden rasyonel adımlar atmaya başlamasının ardından adi hisse senetlerine dönecek güvene kavuştu.

Doktrin: Rasyonellik

American Express Card'ın, şirketin baş tacı olduğu bir sır değildir. American Express'te eksik olan şey, bu sektörün ekonomisini iyi tanıyan ve takdir eden bir yönetim ekibiydi. Neyse ki bu farkındalık, 1992'de Robinson'ın sessiz sedasız istifa etmesi ve Harvey Golub'un icra kurulu başkanı olmasıyla gerçekleşti. Buffett'a yakın bir üslupla Golub, American Express Card'a atıfta bulunurken hep *marka* ve *marka değeri* ifadelerini kullanmaya başladı. Golub'un ilk görevi, TRS'in marka bilinirliğini güçlendirmek ve Shearson-Lehman'ın sermaye yapısını satışa hazır hale getirmek oldu.

İki yıl içinde Golub, American Express'in düşük performans gösteren varlıklarını tasfiye etme, kârlılığı ve yüksek özsermaye getirilerini geri kazanma sürecini başlattı. 1992'de Golub, First Data Corporation (şirketin enformasyon ve veri hizmetleri birimi) için American Express'e 1 milyar doların

üzerinde getiri sağlayan bir halka arz başlattı. Ertesi yıl, şirketin para yönetim birimi olan The Boston Company'yi 1,5 milyar dolara Mellon Bank'e sattı. Kısa süre sonra Shearson-Lehman iki işletmeye ayrıldı. Shearson'ın perakende satış birimi satılırken, Lehman Brothers, Golub'un son 1 milyar dolarına mal olduktan sonra vergisiz dağıtım yoluyla American Express hissedarlarına devredildi.

1994 yılına gelindiğinde American Express, eski kârlı dönemlerinin işaretlerini göstermeye başlamıştı. Şirketin tüm kaynakları artık TRS'in arkasındaydı. Yönetimin amacı, American Express Card'ı "dünyanın en saygın hizmet markası" haline getirmekti. Şirketin bütün duyurularında, American Express adının marka değeri vurgulanıyordu. IDS Financial Services bile American Express Financial Advisors olarak yeniden adlandırıldı.

Artık her şey yerli yerine konmuştu ve Golub şirket için mali hedefler belirledi: Hisse başına kazancı yılda % 12 ila 15 artırmak ve özkaynaktan % 18 ila 20 oranında getiri elde etmek. Daha sonra American Express, Eylül 1994'te şirketin yeni yönetiminin mantığını net olarak açıklayan bir bildiri yayımladı. Yönetim kurulu, piyasa koşullarına bağlı olarak, yönetime hisse senetlerinin 20 milyon kadarını geri alma yetkisi verdi. Buffett'ın duymak istediği tam da buydu.

1994 yazında Buffett, Berkshire'ın imtiyazlı senetlerini American Express adi hisselerine dönüştürdü. Kısa süre sonra da adi hisse senetlerinden daha fazla satın almaya başladı. Yıl sonu itibarıyla Berkshire, hisse başına ortalama 25 dolar fiyatla 27 milyon hisseye sahip olmuştu. American Express, 1994 sonbaharında ilan ettiği hisse satın alma planının tamamlanmasıyla, bir sonraki baharda, toplam hisselerin % 8'ine karşılık gelen 40 milyon hisseyi daha satın alacağını duyurdu.

American Express açıkça değişmişti. Shearson-Lehman'ı muazzam sermaye açlığıyla baş başa bıraktıktan sonra, Ame-

rican Express artık fazla nakit yaratma konusunda da güçlük çekmiyordu. Şirket ilk defa gerekenden daha fazla sermayeye ve daha fazla hisseye sahipti. American Express'te gerçekleşmekte olan ekonomik değişiklikleri takdir eden Buffett, Berkshire'ın şirketteki konumunu önemli ölçüde güçlendirdi. Mart 1995'te, 20 milyon hisse daha alarak Berkshire'ın American Express mülkiyetini % 10'un biraz altına taşıdı.

Doktrin: Değer Biçmek

1990'dan sonra nakit dışı harçlar, yıpranma ve amortismanlar, American Express'in arazi, bina ve ekipman alımlarıyla dengelendi. Yıpranma ve amortisman masrafları sermaye harcamasına yaklaştığında, hissedar kazancı net gelire eşit olur. Ancak şirketin düzensiz geçmişi nedeniyle American Express'in hissedar kazançlarındaki artış oranını tespit etmek zordur. Bu koşullar altında, çok temkinli bir büyüme projeksiyonu kullanmak en iyisidir.

1994'ün sonunda, American Express'in 1993'te satılan bağlı ortaklıklarının mahsuplaşmalarını da yansıtan hissedar kazancı yaklaşık 1,4 milyar dolardı. Golub'un hedefi, hatırlayacaksınız, ileriye dönük kazançları % 12 ila 15 oranında artırmaktı. Gelecek on yıl için kazançlarda % 10'luk bir artış ve ardından % 5'lik bir temel büyüme (ki bu kesinlikle yönetimin tahminlerinin çok altında) öngörerek kazançları % 10 iskonto edersek (ki bu, % 8 getiri sağlayan otuz yıllık ABD Hazine bonolarını esas alan temkinli bir iskonto faktörüdür), American Express'in gerçek değeri 43,4 milyar dolar veya hisse başına 87 dolardı. Şirket kazancını % 12 oranında artıracak olursa American Express'in gerçek değeri 50 milyar dolara ya da hisse başına 100 dolara yakındı. Bu temkinli değerlemeye rağmen Buffett, American Express hisselerini gerçek değerine göre % 70 indirimle satın alıyordu ve bu hatırı sayılır bir güvenlik marjıydı.

International Business Machines

Buffett, Ekim 2011'de bir CNBC röportajı sırasında Berkshire Hathaway'in IBM'in hisselerini satın aldığını duyurduğunda, eminim birçok Berkshire hissedarı kafalarını kaşıdı. Ne de olsa Buffett, teknoloji şirketleriyle ilgilenmediğini defalarca söylemiş bir adamdı. Bir keresinde, "Önümüzdeki bir yıl boyunca tüm zamanımı teknoloji hakkında düşünerek geçirsem bile ülkede bu işlerden anlayan ilk yüz, hatta ilk bin, hatta ilk on bin kişi arasına giremeyebilirim," demişti.[46]

Buffett'ın teknoloji şirketlerinin hisselerini satın almasını engelleyen şey, bu şirketleri anlamaması değildi; aksine, hepsini çok iyi anlıyordu. Onu asıl rahatsız eden şey, gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmenin zorluğuydu. Sektörün doğasında var olan sürekli dağılma ve yenilenmeler yüzünden, teknoloji markalarının ömrü oldukça kısa oluyordu. Buffett, Coca-Cola, Wells Fargo, American Express, Johnson & Johnson, Procter & Gamble, Kraft Foods ve Wal-Mart gibi şirketler için bir gelecek görebilir ve güvenle yorumda bulunabilirdi. Microsoft, Cisco, Oracle, Intel ve –öyle sanmıştık ki– IBM hakkında bir gelecek öngörüsü yapmak mümkün değildi.

Ancak 2011 yılı sonu itibarıyla Berkshire Hathaway, IBM'in 63,9 milyon hissesini satın almıştı; bu da şirketin yaklaşık % 5,4'üne karşılık geliyordu. 10,8 milyar dolarla Buffett'ın o zamana kadar yaptığı en büyük tekil hisse senedi alımıydı bu.

Doktrin: Rasyonellik

Buffett, IBM alımını 2011 yıllık raporunda Berkshire hissedarlarına anlatırken, pek çok kişi IBM'in ileri bilgi işleme teknolojisinin rekabet avantajları hakkında yoğun bir ders alacaklarını düşünmüş olabilir. Ancak bunun yerine gördükleri şey, adi hisse senedi geri alımlarının değeri ve bu kurum-

sal strateji hakkında uzun vadede nasıl düşünmek gerektiği konulu bir bilgilendirme oldu.

Buffett, "İş dünyasını gözlemleyen herkes bilir: Lou Gerstner ve Sam Palmisano, IBM'i yirmi yıl önce neredeyse iflas edecek durumdayken bugünkü önemli konumuna büyük bir maharetle taşıdılar. Operasyonel başarıları gerçekten olağanüstüydü."[47] Yüz yaşındaki IBM'in yirmi yıl önce neredeyse çöküşün eşiğine geldiğine inanmak zor. Ancak 1992'de şirket 5 milyar dolar kaybetti ve bu bir ABD şirketinin bir yılda kaybettiği en büyük paraydı. Sonraki yıl şirketi kurtarması için Lou Gerstner göreve getirildi. *Kim Demiş Filler Dans Edemez** kitabında Gerstner, düşük marjlı donanım teknolojisi varlıklarının satılması ve daha çok yazılım ile hizmetlere kayılmasını içeren stratejilerini özetledi. Daha sonra Sam Palmisano, 2002'de CEO olunca kişisel bilgisayar bölümünü sattı ve çalışma alanını hizmetler, internet ve yazılıma odaklayarak on yıl boyunca IBM'in büyümesini sürdürdü.

Buffett, "Finansal yönetimleri de aynı derecede mükemmeldi," diye devam ediyordu. "Daha iyi mali yönetimle IBM hissedarlarının elde ettiği kazanımları önemli ölçüde artıran bundan daha becerikli bir büyük şirket düşünemiyorum. Şirket borcu akıllıca kullandı, neredeyse yalnızca nakit karşılığında katma değerli satın almalar yaptı ve kendi hisselerini agresif bir şekilde geri satın aldı."[48]

1993'te IBM'in piyasada 2,3 milyar hisse senedi vardı. Gerstner on yıl sonra emekli olup Palmisano CEO olduğunda, şirketin 1,7 milyar hisse senedi kalmıştı. Gerstner on yıl içinde tedavüldeki hisselerin % 26'sını geri satın alırken, temettüleri % 136 artırdı. Palmisano da ondan geri kalmadı. CEO'luk yaptığı on yıl boyunca IBM, piyasadaki hisselerini % 36 oranında azaltarak 1,7 milyardan 1,1 milyara düşürdü. Gerstner ve Palmisano toplamda tedavüldeki hisselerin yarı-

* Louis V. Gerstner JR., Çeviren: Füsun Doruker, Altın Kitaplar, 2004.

sından fazlasını geri satın almış oldu. Bu da yetmezmiş gibi, Palmisano, şirketi yönettiği on yıl içinde temettüyü % 460 artışla 0,59 dolardan 3,30 dolara çıkardı.

Teknolojinin dört atlısından –IBM, Microsoft, Intel ve Cisco– yalnızca biri, hisse fiyatının 1999'daki teknoloji balonu sırasındaki zirvesinin üstüne çıktığını gördü. O şirket, IBM'di. 1999 yılı sonunda IBM hisse başına 112 dolardan satılırken 2012 sonunda 191 dolardan işlem görüyordu. Bunu Cisco (54 dolardan 19 dolara), Intel (42 dolardan 20 dolara) ve Microsoft (52 dolardan 27 dolara) ile karşılaştırın. Bunun nedeni IBM'in, şirketi değil, hisse başına değerini diğerlerinden daha hızlı büyütmesiydi. 1999 ile 2012 arasında Microsoft hisselerinin % 19'unu, Intel ve Cisco hisselerinin % 23'ünü toplarken IBM tedavüldeki hisselerinin % 36'sını topladı.

Buffett'ın yaklaşımını hatırlayın: O, bir şirketin hisselerini almaya başladıktan sonra da bir süre borsanın buna kayıtsız kalmasından hoşlanır. Çünkü bu ona kelepir fiyatlarla daha fazla hisse alma fırsatı verir. Aynısı hisselerini geri almakta olan bir şirket için de geçerlidir. "Berkshire hisselerini toplamakta olan bir firmadan hisse alırken iki farklı beklentiye sahiptir: Birincisi, işin uzun süre iyi bir tempoyla getiri sağlayacağına dair umut. İkincisi, hisse senedinin daha bir süre piyasada *düşük performans* göstereceğine dair umut." Buffett'ın açıkladığı gibi, IBM muhtemelen gelecek beş yıl içinde hisse senetlerini toplamak için büyük olasılıkla 50 milyar dolar harcayacaktır. Ardından sorar, "Berkshire gibi uzun vadeli bir yatırımcının bu dönemde beklentisi nedir? IBM'in hisse senedi fiyatının beş yıl boyunca düşmesini dilemeliyiz."[49]

Kısa vadeli performansa odaklanmış bu yeni dünyada bir hisse senedinin uzun süre piyasanın altında performans göstermesini dilemek, en hafif tabirle gericilik gibi geliyor. Ancak gerçekten uzun vadeli bir yatırımcıysanız bu düşün-

ce aslında oldukça mantıklı. Buffett bize matematikte de rehberlik ediyor. "IBM'in hisse senetleri ortalama 200 dolar ediyorsa, şirket 50 milyar dolar karşılığında 250 milyon hisse alacaktır. Sonuç olarak piyasada 910 milyon hisse kalır ve biz şirketin yaklaşık % 7'sine sahip oluruz. Beş yıllık dönemde hisse senetleri tersine ortalamayla 300 dolara satılırsa, IBM yalnızca 167 milyon hisse alır. Bu beş yılın sonunda piyasada yaklaşık 990 milyon hisse kalır ve bizim payımız % 6,5 olur."[50] Aradaki fark, Berkshire için çok önemlidir. Daha düşük hisse senedi fiyatlarıyla, Berkshire kazanç payını 100 milyon dolar artıracakken, düşük performans sayesinde beş yıl sonra 1,5 milyar dolarlık bir değer artışı anlamına gelebilir.

Doktrin: Uzun Vadede Olumlu Beklentiler

Buffett, IBM işinde partiye geç kaldığını itiraf ediyor. 1988'de Coca-Cola ve 2006'da Burlington Northern Santa-Fe gibi, onun da yıllık raporlarını elli yıldır okuyor ama bir adım atmıyordu. Aydınlanma 2011 Mart'ında bir cumartesi günü geldi, demişti. Buffett bunu Thoreau'dan bir alıntıyla açıklıyor: "Önemli olan neye baktığın değil, ne gördüğündür." Buffett, CNBC'ye, IBM'in müşteri bulmada ve elde tutmada sahip olduğu rekabet avantajlarını görünce "gözlerine inanamadığını" itiraf etmişti.[51]

Bilgi teknolojisi (IT) hizmetleri endüstrisi, teknoloji sektörü içinde dinamik ve küresel bir endüstridir ve burada hiç kimse IBM'den daha büyük değildir.[52] Bilgi teknolojileri, danışmanlık, sistem entegrasyonu, IT taşeronluğu ve iş süreçleri taşeronluğu olmak üzere dört farklı gruba ayrılmış geniş bir hizmet yelpazesini kapsayan 800 milyar dolarlık bir pazardır. İlk ikisi, IBM'in gelirlerinin % 52'sini oluşturur. % 32'si IT taşeronluğu ve % 16'sı da iş süreçleri taşeronluğundan gelir. Danışmanlık ve sistem entegrasyo-

nu alanında IBM bir numaralı küresel markadır. Bir sonraki rakibi olan Accenture'den % 38 daha büyüktür. IT taşeronluğu dünyasında da IBM bir numaralı küresel markadır. En yakın rakibi olan Hewlett Packard'dan % 78 daha büyüktür. İş süreçleri taşeronluğunda IBM, Teleperformance, Atento, Convergys, Sitel, Aegis ve Genpact'in ardından en büyük yedinci firmadır.

Bilgi teknolojisi hizmetleri, teknoloji sektörü içinde büyümeyi hızlandıran bir sektör olarak kabul edilir. Donanım ve yarı iletkenler gibi teknoloji sektörleri, doğası gereği, konjonktüre daha bağlıyken hizmet sektörü nispeten istikrarlı büyüme beklentilerinden yararlanır. IT endüstrisi daha dayanıklıdır çünkü gelirleri hem devamlıdır hem de büyük şirketlerin ve hükümetlerin sağlam bütçelerine dayanır. IT hizmetleri o kadar önemlidir ki danışmanlık, sistem entegrasyonu ve IT taşeronluğu gibi hizmetler "hendek korumalı" niteliklere sahiptir. Morningstar'ın teknoloji direktörü Grady Burkett'a göre itibar, geçmiş performans ve müşteri ilişkileri gibi soyut değerler, danışmanlık ve sistem entegrasyonu işlerinde koruyucu hendek görevi yapar. IT taşeronluğunda, farklı firmalara geçiş maliyetleri ve ölçek avantajları hep birer hendek yaratır. Dolayısıyla IBM bir müşteriye ulaştıktan sonra bu müşteri büyük olasılıkla gelecek yıllarda da ona sadık kalacaktır. Yalnızca küçük bir işkolu, nispeten küçük işletme süreç taşeronluğu ne maddi olmayan duran varlıklarla ne de firma değiştirmenin getirdiği külfetle korunur.

Dünyanın önde gelen bilgi teknolojisi araştırma ve danışmanlık şirketi Gartner'a göre, IT hizmetleri için toplam pazarın 2011'de tahmini 844 milyar dolardan 2016'da 1,05 trilyon dolara, bileşik olarak yıllık % 4,6 oranında büyümesi bekleniyor.

Doktrinler: Kâr Marjları, Özkaynak Getirisi ve Bir Dolar İlkeleri

Lou Gerstner'in başlattığı ve Sam Palmisano'nun hızlandırdığı, donanım teknolojisinden danışmanlık ve yazılım sektörüne geçiş, IBM'i düşük kâr marjından uzaklaştırarak teknoloji sektörünün somut, yüksek marjlı, korunaklı danışmanlık, sistem entegrasyonu ve IT taşeronluğuna yöneltti. Gerstner 1994'te geminin burnunu doğrulttuğunda IBM'in özsermaye getirisi % 14'tü. 2002 yılında emekli olduğunda özsermaye getirisi % 35'e yükselmişti. Palmisano, özsermaye getirisini daha da yükseğe taşıyarak hareketliliği sürdürdü. 2012'de emekli olduğunda % 62'ye ulaşmıştı.

Özsermaye getirisindeki artışın bir kısmı, tedavüldeki hisse senetlerinin dramatik azalışına bağlanabilir. Ancak en önemli neden, danışmanlık ve taşeronluk gibi yüksek marjlı işleri önemli ölçüde büyütürken düşük marjlı işleri geride bırakma kararlarıydı. 2002'de IBM'de net kâr marjı % 8,5'ti. On yıl sonra net marj neredeyse ikiye katlanarak % 15,6'ya yükseldi.

IBM, on yılda (2002-2011), hissedarlar adına 108 milyar dolarlık net kâr elde etti. Hissedarlarına temettü olarak 20 milyar dolar öderken sermaye yatırımları, satın almalar ve hisse toplamalarını da içeren işlerin yürütülmesi için 88 milyar dolar ayırdı. Aynı dönemde, IBM'in piyasa değeri 80 milyar dolar arttı. Bu, Buffett'ın şirketlerinde görmeyi tercih ettiği türden "bir dolara bir dolarlık" bir piyasa getirisi değildi ancak son on yılın büyük sermayeli hisse senetleri için korkunç bir dönem olduğunu düşünürsek, yine de takdiri hak eden bir getiriydi.

Doktrin: Değer Biçmek

2010 yılında IBM, hissedarlar adına 14,8 milyar dolarlık net kâr elde etti. O yıl sermaye giderlerine 4,2 milyar dolar harcadı ve bunu yıpranma ve amortisman harçları için 4,8 milyar dolar ile fazlasıyla dengeledi. Nihai hissedar kazancı 15,4 milyar dolar oldu. Bir yılda nakit 15,4 milyar dolar üreten bir şirkete ne denir? John Burr Williams'a (ve Warren Buffett'a) göre değer, bir işletmenin gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değere indirgenmiş halidir. Gelecekteki nakit akışları şirketin olası büyümesiyle belirlenirken, Buffett'ın kullandığı iskonto oranı, risksiz oran olan uzun vadeli ABD devlet tahvili getirisidir. Buffett'ın hesaplamalarında hisse senedi risk primi kullanmadığını unutmayın. Bunun yerine, ödemeye razı olduğu fiyatla temsil edilen güvenlik marjına göre ayarlama yapar.

Bu teoriyi kullanarak, IBM'in değeri için kendi hesaplamamızı yapabiliriz. İki aşamalı bir temettü iskonto modelini kullanarak, IBM'in nakit kazançlarını on yıl boyunca % 7 ve bundan sonra % 5 artıracağını varsayıyorum. Daha sonra bu nakit akışlarını % 10 iskonto ediyorum. On yıllık ABD Hazine bonosunun % 2'sinden önemli ölçüde daha yüksek bir iskonto bu. Yüksek iskonto oranı, büyük bir güvenlik marjı oluşturur. Bu hesaplamalara göre, IBM, hisse başına 326 dolar ile Buffett'ın ödediği ortalama 169 dolarlık fiyattan çok daha değerli çıkıyor. İlk on yıl için büyüme oranını % 5'e düşürürsek, Gartner'ın IT hizmetleri endüstrisinin büyüme tahminine daha yakın bir değerle hisse başına 279 dolar bulunuyor ki Buffett'ın ödediğinden hâlâ 100 dolar daha yüksek.

Değerleme problemine bakmanın bir başka yolu da 169 dolarlık hisse fiyatına hangi büyüme oranlarının karşılık geldiğini sormaktır. IBM'in hisse başına 169 dolar değerinde olması için, hisse sahiplerinin kazancını sürekli % 2 oranın-

da artırması gerekecektir. Okurlar, IBM'in bir hissesinin adil değerinin 326 dolar mı yoksa 279 dolar mı olduğunu tartışabilirler. Ancak sanırım pek çoğu, IBM'in on yıl içinde yılda % 2'den daha çok büyüyeceğini söyleyecektir. Gerçeğe uygun değer, eminim ki, bu iki tahmin arasında bir yerde yatıyor ve bu da bize Buffett'ın en sevdiği özdeyişlerinden birini hatırlatıyor: "Kesinlikle yanlış olmaktansa yaklaşık olarak doğru olmayı tercih ederim."

IBM hisselerinin alımı birçok yönden bana Buffett'ın Coca-Cola Company hisselerini almasını hatırlatıyor. O zamanlar birçok eleştirmenin kafası karışmıştı. Buffett, hisseleri tüm zamanların en yüksek seviyesine yakın satın almıştı (tıpkı IBM'deki gibi). Birçoğu, Coca-Cola'nın iç karartıcı, yavaş büyüyen ve en iyi günleri geride kalmış bir şirket olduğuna inanıyordu (tıpkı IBM gibi). Buffett, Coca-Cola hisselerini satın aldığında verdiği para, kârının on beş katı ve nakit akışının on iki katı kadardı. Bu da piyasa ortalamasına göre % 30'luk bir oran ve % 50'lik prim demekti. Coca-Cola'nın hissedar kazançları üzerinde iskonto modelini çeşitli büyüme oranlarını kullanarak çalıştırdığımızda, fiyat-kazanç ve fiyat-nakit akış oranlarına rağmen şirket hisselerinin gerçek değerinin önemli ölçüde altında satıldığını görmüştük.

Coca-Cola için son derece düşük olan % 5'lik bir büyüme oranı varsayıldığında, temettü iskonto modeli Coca-Cola'nın 20,7 milyar dolar değerinde yani mevcut 15,1 milyar dolarlık piyasa değerinden çok daha yüksek olduğunu gösteriyordu.

Takip eden on yıl içinde S&P 500 endeksi üç kat artarken, Coca-Cola'nın hisse fiyatı on kat arttı. Bir uyarı: IBM'in önümüzdeki on yıl içinde on kat artabileceğini söylemiyorum. Söylemek istediğim; Wall Street'in değer belirlemede kullandığı muhasebe oranlarının bugün ve mevcut olanı değerleyebilse de sürdürülebileceği, uzun vadeli büyümeyi hesaplamada oldukça zayıf olduğu. Başka bir deyişle, piyasa,

sürdürülebilir uzun vadeli büyümeyi çoğunlukla yanlış fiyatlandırır.

Hiç kuşkunuz olmasın; IBM'in gelecekteki başarısını, şirketin gelecekteki kazançları belirleyecektir. Sanford C. Bernstein'da teknoloji analisti olan Toni Sacconaghi, IBM'i "kazanç performansı sektörel iniş çıkışlardan etkilenmeyen kale gibi bir şirket" olarak nitelendiriyor. Toni, şirketlerin ve devletlerin en büyük küresel bilgi teknolojisi tedarikçisi olan IBM'in "can sıkıcı düzeyde öngörülebilir" olduğunu bile söylüyor.[53] 1989'da Coca-Cola hakkında söyledikleri de aynen buydu. Buffett'ın en sevdiği şirketler işte böyle can sıkacak kadar öngörülebilir olanlardır.

Ayrıca finansal yönetimin bir şirketin başarısını belirlemede çok önemli bir ikincil faktör olduğunu öğrendik. Gerstner ve Palmisano'nun bıraktığı miras, şüphesiz, IBM'in yeni CEO'su Ginni Rometty üzerinde büyük bir etkiye sahip olacaktır. Halihazırda, IBM'in Finansal Modeli ve İş Perspektifi'ne (beş yıllık plan) göre gelecekte 50 milyar dolarlık bir hisse alımı planlanıyor. IBM'in mevcut hisse geri alım oranlarına bakılırsa, şirket 2030 yılına kadar tedavüldeki hisse sayısını 100 milyonun altına indirecektir. Elbette hiç kimse IBM'in mevcut hisse geri alma oranını koruyacağını kesin olarak söyleyemez. Ancak bu, Buffett'ın bunun hayalini kurmasını da engellemez. Hissedarlarına da bu hayalini söyler: " IBM geri alımlarla tedavüldeki hisselerinin sayısını 63,9 milyona düşürürse, o meşhur cimriliğimi bir kenara atıp Berkshire çalışanlarını bedava tatile göndereceğim."[54]

H. J. Heinz Company

14 Şubat 2013'te Berkshire Hathaway ve 3G Capital, H.J. Heinz Company'yi 23 milyar dolara satın aldı. Hisse başına 72,50 dolarla Heinz'ın bir gün önceki hisse fiyatı % 20 prim yaptı.

Heinz'ın Berkshire Hathaway'in kıstaslarına uygun bir şirket olduğu açıktı. Dünyanın en tanınmış gıda şirketlerinden biri olarak, Coca-Cola ve IBM'inkine yakın küresel bir bilinirliğe sahiptir. Heinz'ın koyu kırmızı ketçap şişeleri, Ore-Ida patates kızartması ve Lea & Perrins Worcestershire sosu ile birlikte milyonlarca evde bulunabilir. 2012 yılında şirket, satışlarının büyük bir kısmı Avrupa'dan ve hızla büyüyen gelişen pazarlardan gelmek üzere 11,6 milyar dolar gelir bildirdi. Buffett, "Bu tam da bize göre bir şirket," demişti.[55]

Doktrin: Tutarlı Faaliyet Geçmişi

Eczacı John Pemberton'ın Coca-Cola formülünü icat etmesinden on sekiz yıl önce Henry J. Heinz, Pennsylvania Sharpsburg'de gıda maddeleri pazarlıyordu. Şirket ilk olarak 1869'da yabanturpu sosu satmaya başladı ancak 1876'da ketçaba yöneldi. Henry Heinz 1888'de iki ortağının hisselerini de satın aldı ve şirketin adını H. J. Heinz Company olarak değiştirdi. Şirketin ünlü sloganı "57 çeşit", 1896'da tanıtıldı. Söylentiye göre Henry Heinz bir gün New York'ta trenle bir üst geçitten geçerken "21 stilde" ayakkabı sattığını iddia eden bir ayakkabı mağazası görmüştü. Heinz da kendine rasgele "57" sayısını seçti, ancak "7" rakamını pozitif psikolojik etkisi nedeniyle tercih etmişti. Buffett, Heinz'ın işe başladığı 1869'da kendi büyük-büyükbabası Sidney'nin de bir bakkal dükkânı açtığını kaydetmişti.

Doktrin: Uzun Vadede Olumlu Beklentiler

Heinz ketçapta dünya çapında bir numara, soslarda ise ikinci sırada yer almaktadır. Heinz'ın geleceği, yalnızca pazar payı liderliğini korumaya değil, aynı zamanda hızla büyüyen gelişen pazarlarda da konumlanmasına bağlıdır. Burada Heinz

iyi bir konumdadır. Şirket 2010 yılında Foodstar of China'yı ve 2011'de Brezilya Coniexpress SA Industrias Alimeticias'ın % 80 hissesini satın aldı. Bugün şirketin ilk on pazarından yedisini, gelişmekte olan pazarlar oluşturuyor. Çin'deki Foodstar'ın değeri şimdiden iki katına ulaştı.

Gelişmekte olan pazarlar Heinz için ne kadar önemlidir? Son beş yılda, hızla büyüyen pazarlar, şirketin satışlarla büyümesinin % 80'inden fazlasını oluşturdu. 2012 mali yılında gelirlerinin % 21'i, gelişmekte olan pazarlardan geldi; 2013 mali yılı için ise tahmin % 25'i kadardır. CEO William Johnson'a göre, şirketin gelişmekte olan pazarlardaki organik büyüme oranı, sektörün en iyileri arasında yer alıyor.

Doktrin: Değer Biçmek

2012 yılında Heinz 923 milyon dolar net gelir, 342 milyon dolar yıpranma ve amortisman giderleri ve 418 milyon dolar sermaye harcaması bildirdi ve hissedarlara 847 milyon dolar hissedar kazancı sağladı. Ancak şirketin yıllık raporunda, 163 milyon doların ayrılma, değer düşürme ve diğer uygulama maliyetleri için vergi sonrası bir tutar olduğu görülüyor. İşletmenin normal işleyiş süreçlerine dahil olmayan bu giderleri yeniden toplarsak, şirketin yaklaşık 1 milyar dolarlık hissedar kazancı elde ettiğini söyleyebiliriz.

İki aşamalı bir temettü iskonto modeli kullanarak, şirketin hissedar kazancını on yıl boyunca % 7, ardından % 5 oranında artıracağını düşünelim. Nakit akışlarını % 9 iskontolarsak (bu, Berkshire'ın koyduğu imtiyazlı senetlerin maliyetidir) 96,40 dolarlık bir hisse başına tahmini değer üretir. Devamında % 5'lik yavaş bir büyüme oranıyla, şirketin hisseleri 82.10 dolar değerinde olacaktır. Şirketin hisse başına kazancını son beş yılda % 8,4 bileşik yıllık büyüme oranında artırdığını ve önümüzdeki beş yıl içinde kazancının daha bü-

yük bir kısmının hızla büyüyen gelişen pazarlardan geleceğini bildiğim için, bu tahminlerin fazlasıyla temkinli tahminler olduğunu söyleyebilirim.

Doktrin: Cazip Fiyatlarla Alım Yapmak

Şirket on yıl boyunca % 7, ardından % 5 büyürse, Buffett hisseleri gerçek değerinin % 25 altında satın almış demektir. Çok temkinli bir tahminle sadece % 5 büyüme oranıyla, hisseleri % 12 daha ucuza satın almış demektir.

Kuşkusuz, bunlar, genelde Buffett'ın satın alımlarında gördüğümüz güvenlik marjları değildir. Ancak Heinz alımının çekiciliği, alışılmış iskonto formülünün ötesindedir.

Berkshire Hathaway ve Brezilyalı özel sermaye şirketi 3G Capital, 4 milyar dolarlık sermaye karşılığında Heinz'ın yarısına sahip olacak. Bunun için Berkshire, % 9 getiri sağlayan geri alınabilir imtiyazlı hisse senedine 8 milyar dolar yatırım yaptı. İmtiyazlı hisselerin Berkshire için iki çekici özelliği daha vardır. Birincisi, gelecek bir tarihte imtiyazlı senet, belirli bir primle itfa edilecektir. İkincisi, imtiyazlı hisseler, Berkshire'ın şirketin hisselerinin % 5'ini nominal bir miktar karşılığında satın almasına olanak tanıyan teminatlarla birlikte gelir. Sonuç olarak, Berkshire Hathaway teminatların değeri, imtiyazlı hisselerin prim dönüşümü ve şirketin içsel değerinde gelecekteki büyümeler hariç olmak üzere, karışık yatırımından yıllık % 6 getiri elde edecektir. Heinz para kaybetse bile Berkshire Hathaway imtiyazlı temettüsünü alacaktır. Ve uzak bir ihtimal olsa da Heinz'ın iflas etmesi durumunda, Berkshire diğer alacaklıların önüne geçecek, yeni ve ucuz bir şekilde yeniden yapılandırılan Heinz'da avantajlı bir konuma sahip olacaktır.

Doktrin: Rasyonellik

Heinz'ın, Buffett'ın yatırım yapmaktan hoşlanacağı profilde bir şirket olduğu açıktır. İş basit ve anlaşılırdır, tutarlı bir çalışma geçmişine sahiptir ve kendisini gelişen pazarlara göre konumlandırdığı için şirketin uzun vadeli beklentileri vardır. Yatırım yapılabilir sermaye getirisi (borç dahil) % 17, özsermaye getirisi % 35'tir.

Ancak Heinz alımını diğerlerinden farklı kılan iki husus vardır. Öncelikle şirketin her 1 dolar özsermayeye karşılık 6 dolar borcu vardır. Borcun faizi ve Berkshire Hathaway'e ödenen % 9'luk imtiyazlı temettü, şirketin hissedar kazançlarının büyük kısmını götürecektir. Kısacası, şirket yüksek oranda kaldıraç kullanıyor. İkincisi, Brezilya'nın en zengin adamı Jorge Paulo Lemann liderliğindeki 3G Capital'da yeni bir yönetim ekibi tarafından yönetilecek.

Geçmişte Buffett bir şirket satın aldığında, mevcut yönetim ekibinin işi yürütmeye devam etmesini tercih ediyordu. Ancak bu sefer Heinz'ın geleceğinden yeni bir yönetim ekibi sorumlu olacak.

Buffett, Lemann ile ilk kez 1990'larda Gillette yönetimindeyken tanışmıştı. Lemann ve 3G Capital Amerika Birleşik Devletleri'nde pek tanınmasa da, bu ekip hazır gıda restoranları, bankalar ve bira fabrikalarıyla muazzam bir başarı elde etmişti. 2004 yılında dönüm noktası bir anlaşmayla Lemann, küçük Brezilyalı bira şirketi AmBev'i, Stella Artois ve Beck's'in üreticisi olan Belçika'nın çok daha büyük Interbrew'uyla birleştirdi. AmBev daha küçük olmasına rağmen, Lemann'ın arkadaşları oldukları için, birleşen şirkette üst düzey işleri onlar aldı. Daha sonra 2008'de, bu yeni birleştirilmiş şirket, o güne kadar bira sektöründe yaşanan en büyük birleşme olan Anheuser-Busch birleşmesi için 52 milyar dolar ödedi.

2010 yılında 3G Capital, Burger King'i 3,3 milyar dolara satın aldı. Şirket haftalar içinde Miami'deki merkezinde 600 çalışanın yarısını işten çıkardı, yönetim kanadını elden çıkardı ve çalışanlarına renkli çıktı almak için bile izin istemeleri talimatını verdi. İşleri devraldıktan sonra 3G Capital işletme maliyetlerini % 30 oranında azalttı. Bu arada restoranlar, meyveli içecekler ve atıştırmalık dürümler dahil olmak üzere yeni ürünler sunmaya başladı ve markalar tarafından finanse edilen bir yeniden modelleme kampanyası düzenledi. 2012 dördüncü çeyrek raporunda Burger King kârı ikiye katladı ve nakit akışlarını iyileştirdi.

3G Capital'ın yönetim profilini ve anlaşmalarında elde ettiği başarıyı incelerken, Buffett'ın dünyanın en iyilerinden biri kabul ettiği başka bir yönetici olan Tom Murphy'yi hatırladım. Murphy'yi gereksiz maliyetleri azaltmaya ve Cap Cities/ABC işletmelerinin üretkenliğini artırmaya iten tutku, 3G Capital'daki yönetim ekibinde de açıkça görülüyor.

Bazıları, özel sermaye şirketi olan 3G Capital'ın, Heinz yatırımını er ya da geç satmaya bakacağını iddia etti. Ancak Lemann, 3G Capital'ın tıpkı Anheuser-Busch InBev N. V. gibi Heinz'ı da uzun vadeli olarak elinde tutmayı planladığını ısrarla söylüyor. AmBev'in bira işinin konsolidasyonu ve gelecekteki büyümesi için bir platform görevi görmesi gibi, Heinz da gıda endüstrisinin konsolidasyonu ve gelecekteki büyümesi için bir platform olabilir.

3G Capital kalır ya da gider ama Buffett uzun vadede seve seve kalacaktır. Buffett, "Heinz, 3G'nin gözbebeği olacak," diyor. Ve tabii ki ekliyor: "3G Grubu'ndan hissesini satmak isteyen olursa biz de payımızı artırmak isteriz."[vi]

Hepsinde Ortak Olan

Bu örnek olayların hepsinde nakarat gibi tekrar eden bir ortak özellik fark etmiş olmalısınız: Warren Buffett, satın aldığı hisse senetleri iyi kâr getirmiş olsa bile, satmakta hiç acele etmiyor. Kısa vadeli değerlenme onu ilgilendirmiyor. Philip Fisher ona sahip olduğu yatırımın nakit paradan değerli olup olmadığını öğretmişti. Buffett, "işin özsermaye getirisi tatmin edici, yönetim yetkin ve dürüst olduğu sürece ve piyasanın işi abartmadığı durumlarda, elindeki hisseleri süresiz bir şekilde tutmaktan oldukça memnun olduğunu," söylüyor.[57] (Bu cümlede saklı doktrinleri fark ettiniz mi?) Hissedarlarına hep hatırlattığı gibi, Buffett'ın en sevdiği hisse tutma süresi "sonsuza kadar"dır.

Buffett, bu unutulmaz ifadeyle bizi madalyonun diğer tarafına götürüyor: Hangi hisse senetlerini satın alacağımız konusunda rasyonel kararlar verdiysek, portföyü nasıl yöneteceğiz? Sonraki bölümün konusu da bu olacak.

5. Bölüm

Portföy yönetimi

YATIRIMIN MATEMATİĞİ

Tekrar hatırlayalım: Şimdiye kadar Warren Buffett'ın şirket satın alma veya hisse senedi seçme yaklaşımını inceledik (o elbette bu ikisine aynı şey gözüyle bakar). Zamansız on iki doktrin üzerine inşa edilmiş bir yaklaşımdı bu. Bu doktrinlerin, bilinen klasik Coca-Cola alımı ve yakın zamandaki IBM dahil birçok Berkshire alımında nasıl uygulandığını gördük. Ve Buffett'ın başkalarından edindiği bilgilerin kendi yatırım felsefesini nasıl şekillendirdiğini anlamaya çalıştık.

Ancak, her yatırımcının bildiği gibi, satın alacağı hisse senedine karar vermek, hikâyenin sadece yarısıdır. Hikâyenin diğer yarısı da portföyü oluşturmaktır ki bu da süregelen bir portföy çeşitlendirmesi ve yönetimidir.

Portföy yönetmek denince bunun neyi alacağımıza, neyi satacağımıza ve neyi tutacağımıza karar verdiğimiz basit bir süreç olduğuna inanırız. Bu kararları alırken kıstas, tabii Buffett gibi düşünmek istiyorsanız, bugünün hisse senedi fiyatını gerçek değeriyle karşılaştırarak hesaplanan güvenlik

marjı olmalıdır. Fiyat gerçek değerin çok altında ise harika hisseler satın alırsınız; fiyat aşağıda kaldığı sürece elinizde tutar, önemli ölçüde yükselirse de satarsınız.

Ancak güvenlik marjı yaklaşımı çok önemli olmakla birlikte tek başına yeterli değildir. Buffett'ın geliştirdiği üç önemli portföy yönetimi ilkesini de hesaba katmalıyız:

1. Buffett'ın uzun vadeli büyüme için portföy oluşturma yöntemi.
2. Buffett'ın portföyün gelişimini değerlendirmede kullandığı alternatif ölçütü.
3. Buffett'ın portföy yönetimine kaçınılmaz olarak eşlik eden duygusal iniş çıkışlarla başa çıkma teknikleri. (Warren Buffett portföyünü yönetmenin psikolojik zorlukları da 6. Bölüm'de enine boyuna tartışılacaktır.)

Hollywood bize para yöneticilerinin neye benzediğine dair klişeler vermiştir: aynı anda iki telefonla konuşmak, sürekli yanıp sönen ve alarm veren bilgisayar ekranlarına bakarken çılgınca notlar almak ve ekranlardan birinde bir düşüş görüldüğü zaman acılı yüz ifadeleri sergilemek.

Warren Buffett bu tür çılgınlıklardan uzaktır. Büyük bir özgüvenin getirdiği sükûnetle hareket eder. Aynı anda bir düzine bilgisayar ekranını izlemeye ihtiyaç duymaz; piyasadaki dakikalık değişimler onu ilgilendirmez. Warren Buffett saniyeler, dakikalar, günler, aylar veya mevsimler ile değil; yıllar ile düşünür. Yüzlerce şirketi takip etmek zorunda değildir çünkü hisse senedi yatırımları seçkin birkaç şirketle sınırlıdır. Kendisini "odaklı yatırımcı" olarak tanımlar ve "Biz sadece birkaç seçkin şirkete odaklanırız," der.[1] Odaklı yatırım olarak adlandırılan bu yaklaşım, portföy yönetimi işini büyük ölçüde basitleştirir.

Odaklı yatırım, fikir olarak oldukça basittir ama çoğu ba-

sit fikir gibi, birbirine kenetlenmiş karmaşık bir kavramlar temeline dayanır. Bu bölümde, odaklı yatırımın etkilerine daha yakından bakacağız. Buradaki amaç, size portföy yönetimi hakkında yeni bir düşünce tarzı sunmaktır. Samimi bir uyarı: Büyük olasılıkla, bu yeni tarz, borsa yatırımları hakkında daha önce duyduklarınızın tamamen tersidir.

Portföy yönetimi halihazırda, iki rakip strateji arasında bir çekişmeye sahne olur: (1) aktif portföy yönetimi ve (2) endeks yatırımı.

Aktif portföy yöneticileri, çok sayıda hisse senedi alıp satar ve sürekli çalışırlar. İşleri, müşterilerini memnun etmeye çalışmaktır. Bu olmazsa müşterilerini ve nihayet işlerini kaybetme riskiyle karşı karşıyadırlar. Aktif yöneticiler, zirvede kalmak için, birkaç ay içinde hisse senetlerine ne olacağını tahmin etmeye, böylece ilgili çeyreğin sonunda portföyün iyi durumda olmasını ve müşterilerinin memnun olmasını temin etmeye çalışırlar.

Endeks yatırımı, bunun aksine, bir satın al ve tut yaklaşımıdır. S&P 500 gibi belirli bir kıstas endeksinin davranışını taklit etmek üzere tasarlanmış, çok çeşitli bir hisse senetleri portföyü oluşturup elde tutmaktan ibarettir.

Aktif portföy yöneticileri, üstün hisse senedi toplama becerileri sayesinde herhangi bir endeksten daha yüksek başarı gösterebileceklerini savunurlar. Endeks stratejistlerine göre tarih, kendilerinden yanadır. 1980'le 2011 arasında, büyük sermayeli yatırım fonlarının yalnızca % 41'i S&P 500 endeksini geçebilmiştir.[2]

Bir yatırımcının bakış açısıyla, her iki stratejinin altında yatan temel motivasyon, çeşitlendirme yoluyla riski en aza indirmektir. Yatırımcılar, tüm paraları tek bir alana toplayıp o alanda yaşanabilecek felaket durumunda korkunç kayıplar yaşamaktansa, birçok endüstriyi ve piyasanın birçok sektörünü temsil eden çok sayıda hisse senedi bulundura-

rak sağlam bir koruma örtüsü oluşturmayı amaçlarlar. Bu düşünceye göre; normal bir dönemde, çeşitlendirilmiş bir portföydeki bazı hisse senetleri düşer, bazıları da yükselir. Böylece, birinde elde ettiğimiz kârla diğerinde oluşan zararı telafi edebiliriz.

Aktif yöneticiler bu korumayı portföylerini tıka basa doldurarak sağlarlar. Onlara göre portföyde ne kadar çeşitli hisse varsa şansları o kadar artar. 10 hisse senedi 1'den iyidir. 100 hisse senedi de 10'dan daha iyidir. Bir endeks fonu, tanım gereği, yansıttığı endeks de çeşitliyse bu tür bir çeşitlendirmeye sahiptir. 100'den fazla hisse senedine sahip geleneksel hisse senedi yatırım fonu da öyledir.

Tek bir sorun vardır: Hepimiz bu çeşitlilik mantrasını o kadar uzun süredir duyuyoruz ki, bunun kaçınılmaz sonucu olan "vasat getiriler" karşısında entelektüel olarak uyuşmuş durumdayız. Hem aktif yönetim hem de endeks fonları çeşitlendirme sunar ancak genel olarak hiçbiri size istisnai getiri sağlamaz.

Buffett bu sürüp giden tartışma hakkında ne diyor? Aktif stratejiye karşı endeksleme gibi iki seçenek söz konusu olduğunda, Buffett tereddüt etmeden endekslemeyi seçecektir. Risk toleransı düşük yatırımcılar ve işletme ekonomisi hakkında çok az şey bilen ancak yine de hisse senetlerine yatırım yapmanın uzun vadeli faydalarından yararlanmak isteyen insanlar da öyle. Buffett, kendine has üslubuyla, "Periyodik olarak bir endeks fonuna yatırım yapan, hiçbir şey bilmeyen yatırımcılar, çoğu yatırım uzmanından daha iyi performans gösterebilir," diyor.[3]

Ancak Buffett, endeksi geçme olasılığını önemli ölçüde artıran üçüncü bir alternatifin, çok farklı türde bir aktif portföy stratejisinin de olduğunu hemen belirtiyor. İşte bu alternatif, *odaklı* yatırımdır. Özüne indiğimizde odaklı yatırım şu anlama gelir: Uzun vadede ortalamanın üzerinde ge-

tiri sağlaması muhtemel birkaç hisse senedi seçin, yatırımlarınızın büyük kısmını bu hisse senetlerine yoğunlaştırın ve kısa vadeli piyasa dalgalanmalarında stabil kalma gücüne sahip olun.

Warren Buffett doktrinleri iyi takip edilirse, yatırımcıyı kaçınılmaz bir şekilde odaklı bir portföy için anlamlı olan iyi şirketlere yönlendirir. Seçilen şirketler uzun bir üstün performans geçmişine ve istikrarlı bir yönetime sahip olacak ve bu istikrar, geçmişte olduğu gibi gelecekte de performans gösterme olasılığının yüksek olduğuna işaret edecektir. Odaklı yatırımın özü budur: Yatırımlarınızı ortalamanın üzerinde performans gösterme olasılığının en yüksek olduğu şirketlere yoğunlaştırmak. (Matematiğin olasılık teorisi, odaklanmış yatırımın mantığını oluşturan temel konseptlerden biridir. Bu bölümde olasılık teorisi hakkında daha fazla şey öğreneceğiz.)

Buffett'ın "hiçbir şey bilmeyen" yatırımcılara verdiği, endeks fonlarında kalma tavsiyesini hatırladınız mı? Ardından daha da ilginç bir şey söylüyor Buffett: "Eğer bir şeyler bilen bir yatırımcıysanız, şirketlerin ekonomisinden anlıyor ve önemli uzun vadeli rekabet avantajlarına sahip beş ila on makul fiyatlı şirket bulabiliyorsanız, geleneksel çeşitlendirme sizin için hiç anlamlı değildir."[4]

Geleneksel çeşitlendirmede yanlış olan nedir? Birincisi, hakkında fazla bir şey bilmediğiniz hisseleri satın alma olasılığınızı büyük ölçüde artırır. Buffett, "bir şeyler bilen" yatırımcıların onun ilkelerini uygulayarak dikkatlerini yalnızca beş ila on arasında şirkete odaklamalarının daha iyi olacağını söyler. Ortalama bir yatırımcı için on ila yirmi şirkete yatırım yapmak da mantıklı olabilir.

2. Bölüm'den bildiğimiz gibi, Buffett'ın düşünceleri büyük ölçüde Philip Fisher'dan etkilenmiştir ve Buffett'ın portföy yönetiminde Fisher'ın etkisi net bir şekilde görülür.

Fisher, odaklı portföyleriyle tanınıyordu. Mahiyetini çok az anladığı çok sayıda ortalama şirket yerine, hep iyi anladığı az sayıda seçkin şirkete sahip olmayı tercih ettiğini söylerdi. Daha önce de gördüğümüz gibi Fisher, portföylerini genellikle ondan az şirketle sınırlandırdı ve bunların üç veya dördü, toplam yatırımının % 75'ini oluşturuyordu.

Fisher'ın Buffett üzerindeki etkisi, güçlü bir fırsatla karşılaştığınızda tek mantıklı yolun büyük bir yatırım yapmak olduğu inancında da görülebilir. Buffett bugün bu düşünceyi yansıtıyor ve "Yaptığınız her yatırımda, net değerinizin en az % 10'unu o hisse senedine yatıracak cesaret ve inanca sahip olmalısınız," diyor.[5]

Buradan hareketle neden ideal portföyün ondan fazla hisse senedi içermemesi gerektiğini söylediğini anlayabilirsiniz. Yine de odaklı yatırım, on iyi hisse senedi bulmak ve yatırım havuzunu aralarında eşit olarak bölmekten ibaret bir mesele değildir. Odaklı portföydeki tüm hisse senetleri yüksek olasılık payına sahipse de, bazıları kaçınılmaz olarak diğerlerinden daha yüksek kazanç olasılığı gösterecektir ve yatırım daha çok bunlara ayrılmalıdır.

Yirmi bir oyuncuları bu stratejiyi sezgisel olarak anlar ve olasılıklar kendi lehlerine olduğunda, büyük bahis koyarlar. Yatırımcılar da kumarbazlar da aynı bilimden yararlanır: Matematik. Olasılık teorisi ile birlikte matematik, odaklı yatırım mantığının başka bir unsurunu sağlar: Bu bölümde ayrıntılı olarak ele alacağımız, Kelly Optimizasyon Modeli. Portföye konması gereken ideal hisse büyüklüğünün hesabında optimizasyon için Kelly formülü kullanılır.

Odaklı yatırım, geniş çeşitlilikte yüksek devir hızı yaklaşımının antitezidir. Her ne kadar bu yatırım şekli tüm aktif stratejiler arasında zaman içinde bir endeks getirisinden daha iyi performans almanın en iyi şekli olsa da yatırımcıların, diğer stratejiler öne geçiyor gibi göründüğünde

portföylerini sabırla tutmalarını gerektirir. Daha kısa dönemlerde, faiz oranlarındaki, enflasyondaki veya bir şirketin kazançlarına ilişkin kısa vadeli beklentilerindeki değişikliklerin hisse fiyatlarını etkileyebileceğinin farkındayız. Ancak zaman ufku genişledikçe söz konusu işletmenin ekonomik trendi, kendi hissesinin fiyatına giderek daha fazla yön verecektir.

Peki bu ideal zaman ne kadardır? Pratik ve kesin bir kural yoktur ancak Buffett muhtemelen bu soruya cevap olarak, tıpkı Berkshire Hathaway'in sonuçlarını değerlendirirken kullandığı gibi, beş yıl diyecektir. Amaç sıfır devir hızı değildir; aksine, bu aptalcadır çünkü ortaya çıkan daha iyi fırsatlardan yararlanmanızı engelleyecektir. Genel bir kural olarak, % 10 ile 20 arasında bir devir hızı düşünmemiz gerektiği kanaatindeyim. % 10'luk bir devir hızı, yatırımcının hisseyi on yıl boyunca elinde tuttuğunu gösterir; % 20'lik devir hızı da beş yıllık bir dönemi ifade eder.

Odaklı yatırım, ortalamanın üzerinde sonuçlar peşinde koşar ve göreceğimiz gibi, hem akademik araştırmalarda hem de gerçek vakalarda bu yaklaşımın dikkatle uygulanması halinde başarılı olacağına dair güçlü kanıtlar vardır. Bununla birlikte, odaklı yatırımın kaçınılmaz bir yan etkisi olan yüksek fiyat oynaklığı nedeniyle sürecin inişli çıkışlı olacağı da şüphe götürmez. Odaklı yatırımcılar, uzun vadede, şirketlerin ekonomik temellerinin kısa vadeli fiyat dalgalanmalarını sönümlemekten de fazlasını yapabileceğini bildikleri için bu tümseklere tahammül ederler.

Buffett tümseklere aldırmama konusunda tam bir ustadır. Odaklı yatırım temel konseptine bir başka yoldan ulaşan ortağı Charlie Munger da öyledir. "1960'larda," diyordu Munger, "bir bileşik faiz oranları tablosu aldım ve genel olarak hisse senetlerinin davranışına karşın ne tür avantajlara sahip olabileceğim konusunda çeşitli varsa-

yımlar yaptım."[6] Charlie, yatırım ortaklığının portföyünde ihtiyaç duyacağı hisse senedi sayısını ve ne tür bir dalgalanma bekleyebileceğini belirlemek için çeşitli senaryolar üzerinde çalışmıştı.

"Bir poker oyuncusu olduğumdan, lehinize büyük oranlar varsa yüklü bahis oynamanız gerektiğini biliyordum," diyordu. Fiyat oynaklığını kaldırabildiği sürece, üç hisseye sahip olmanın yeterli olacağı sonucuna varmıştı. "Tümsekleri psikolojik olarak halledebileceğimi biliyordum çünkü onların üstesinden gelebilecekleri özgüvenini taşıyan insanlar tarafından yetiştirildim."[7]

Belki sizler de böyle tümseklere karşı koyabilen bir mirasın temsilcilerinizdir. Ancak bu kadar şanslı doğmamış olsanız bile, bazı özellikleri sonradan edinebilirsiniz. Bunun için düşünme ve davranış şeklinizi değiştirmeye bilinçli bir şekilde karar vermelisiniz. Yeni alışkanlıklar ve düşünce kalıpları edinmek bir gecede gerçekleşmez, ancak piyasanın kaprislerine tepki olarak paniğe kapılmamak veya aceleci davranmamak kesinlikle yavaş yavaş öğrenilebilir.

Odaklı Yatırımın Matematiği

Borsanın sayısız olasılıkla dolu dev bir depo olduğunu söylemek çok büyük bir basitleştirmedir ancak abartı değildir. Bu depoda, fiyatları belirlemek için bir araya gelen binlerce tekil güç vardır; bunların tümü sürekli hareket halindedir, bunlardan herhangi biri dramatik bir etkiye sahip olabilir ve hiçbiri mutlak bir kesinlikle öngörülebilir değildir. O halde yatırımcıların görevi, en bilinmeyenlerini belirleyip saf dışı ederek ve ardından bilinmeyeni en az olanlara odaklanıp alanı daraltmaktır. Ve bu görev bir olasılık pratiğidir.

Bir durumdan emin olmadığımız ancak yine de fikrimizi ifade etmek istediğimiz zaman sözlerimize genellikle "belki",

"muhtemelen" veya "çok olası değil ama..." ifadelerini kataz. Bir adım daha ileri gidip de sözlü bu ifadeleri sayısal olarak söylemeye başladığımızda olasılık biliminin kapsamına girmiş oluruz. Olasılık, riskin matematiksel dilidir.

Bir kedinin kuş doğurma olasılığı nedir? Sıfır. Güneşin yarın doğma olasılığı nedir? Kesin olarak kabul edilen bu olaya olasılık açısından 1 verilir. Ne tamamen kesin ne de tamamen imkânsız olan tüm olayların kesirle ifade edilen, 0 ile 1 arasında birer olasılığı vardır. İşte olasılık teorisinin konusu bu kesri belirlemektir.

1654'te Blaise Pascal ve Pierre de Fermat birbirlerine, olasılık teorisinin temellerini oluşturan bir dizi mektup yolladılar. Bir düşünür ve kumarbaz olan Chevalier de Méré, birçok matematikçiyi şaşkına çeviren bir problemi çözmek için hem matematik hem de felsefede yetenekli bir dahi olan Pascal'a başvurmuştu. İki kâğıt oyuncusu, oyunu tamamlayamadan ayrılmak zorunda kalırsa iddiadan kimin ne kadar pay alacağına nasıl karar verilebilirdi? Pascal, Méré'nin bu problemini bir başka matematik dehası olan Fermat'yla paylaştı.

Peter Bernstein, riski anlatan o harika eseri *Tanrılara Karşı*'da*, "Pascal ve Fermat arasında 1654 yılında gerçekleşen bu yazışma, matematik tarihinde ve olasılık teorisinde çığır açan bir olay oldu," diyordu.[8] Probleme farklı şekillerde yaklaşsalar da (Fermat cebir kullandı, Pascal geometri) farklı sonuçların olasılıklarını belirlemek üzere bir sistem kurmayı başardılar. Gerçekten de Pascal'ın sayı üçgeni, tuttuğunuz beyzbol takımının ilk maçı kaybettikten sonra World Series'i kazanma olasılığı da dahil olmak üzere birçok problemi çözer.

Pascal ve Fermat'nın çalışması, karar teorisinin de başlangıcı oldu. Karar teorisi, ne olacağından emin olmadığınız durumlarda ne yapacağınıza karar verme süreciyle ilgilidir. "Bu

* Peter Bernstein, Çeviren: Canan Feyyat, Scala Yayıncılık, 2019.

kararı vermek," diye yazmıştı Bernstein, "risk yönetiminde her türlü gayretin ilk adımıdır."[9]

***

Pascal ve Fermat olasılık teorisini geliştiren iki isim olarak bilinse de, olasılık teorisini eyleme dökmek için zemin hazırlayan eseri başka bir matematikçi, Thomas Bayes yazmıştır.

Fermat'dan tam yüzyıl ve Pascal'dan yetmiş sekiz yıl sonra 1701'de İngiltere'de doğan Bayes, sıradışı bir hayat yaşadı. Royal Society'nin bir üyesiydi ancak yaşamı boyunca matematik alanında hiçbir şey yayımlamadı. "Olasılıklar Kuramında Problem Çözmeye Yönelik Denemeler" başlıklı makalesi ölümünden sonra ortaya çıktı. O zamanlar kimse bunun pek üzerinde durmadı. Bununla birlikte Bernstein'a göre bu makale "Bayes'i istatistikçiler, ekonomistler ve diğer sosyal bilimciler nezdinde ölümsüzleştiren çarpıcı derecede orijinal bir çalışma" idi.[10] Yatırımcılara matematiksel olasılık teorisinden yararlanma imkânı tanıyan bir çalışmaydı.

Bayes analizi bize, hepsinin mümkün olduğu ancak yalnızca birinin gerçekleşeceği bir dizi sonucu düşünmede mantıklı bir yol sunar. Kavramsal olarak basit bir prosedürdür. O an mevcut kanıtlara dayalı olarak, sonuçların her birine bir olasılık atamakla başlarız. Ek kanıtlar elde edilirse, ilk olasılıklar, yeni bilgileri yansıtacak şekilde revize edilir. Bayes'in teoremi, orijinal inançlarımızı güncellemek için matematiksel bir prosedür sunar, böylece ilgili olasılıklarımızı değiştirir.

Nasıl kullanılır? Bir arkadaşınızla öğleden sonra en sevdiğiniz kutu oyununu oynayarak vakit geçirdiğinizi ve oyunun sonunda havadan sudan konuştuğunuzu varsayalım. Arkadaşınızın sözü üzerine dostça bir bahis oynuyorsunuz. Bir zar atmada altı getirmeye çalışacaksınız. Düz olasılık altıda bir, yani % 16'dır. Ama sonra arkadaşınızın zar attığını, gelen

sayıyı eliyle çabucak örttüğünü ve kenardan baktığını varsayalım. "Sana şu kadarını söyleyebilirim," diyor, "bu bir çift sayı." Artık yeni bilgilere sahipsiniz ve olasılık dramatik bir şekilde üçte bire, yani % 33'e yükseliyor. Siz bahsinizi değiştirip değiştirmeyeceğinizi düşünürken arkadaşınız alaycı bir şekilde şunu ekliyor: "Ve dört de değil." Bu ek bilgi ile olasılık bire ikiye, yani % 50'ye yükseliyor.

İşte bu çok basit örnekle Bayes analizi yapmış oldunuz. Her yeni bilgi kırıntısı ilk olasılığı etkiledi ve Bayesçi bir çıkarımla değiştirdi.

Bayes analizi, temeldeki durum hakkında çıkarım yapma veya kararlar alma sürecine tüm mevcut bilgileri dahil etme girişimidir. Kolejler ve üniversiteler, öğrencilerinin karar verme süreçlerini öğrenmeleri için Bayes'in teoremini kullanır. Okullarda Bayesçi yaklaşım, daha popüler bir isimle "karar ağacı teorisi" olarak adlandırılır; ağacın her bir dalı, karar verme olasılığını değiştiren yeni bilgileri temsil eder. "Harvard İşletme Fakültesi'nde," diye açıklıyor Charlie Munger, "birinci sınıfta verilen bütün eğitimleri birbirine bağlayan en büyük nicel şey, karar ağacı teorisi dedikleri şeydir. Tek yaptıkları lise cebrini alıp gerçek hayattaki problemlere uygulamaktır. Öğrenciler buna bayılır. Lise cebrinin gerçek hayatta işe yaradığını görmek onları hayrete düşürür."[11]

Charlie'nin işaret ettiği gibi temel cebir, olasılıkların hesaplanmasında son derece yararlıdır. Ancak olasılık teorisini yatırımda pratik kullanıma sokmak için, rakamların nasıl hesaplandığına biraz daha derinlemesine bakmamız gerekiyor. Özellikle frekans kavramına dikkat etmemiz gerekiyor.

Tek bir yazı tura atıldığında tura gelme olasılığının ikide bir olduğunu söylemek ne anlama gelir? Veya bir zar atma eyleminde tek sayı gelme olasılığı ikide bir midir? Bir kutu, yetmiş kırmızı ve otuz mavi bilye ile doluysa, rasgele çekilen bir bilyenin mavi gelme olasılığının onda üç olması ne an-

lama gelir? Tüm bu örnek olayların olasılığı, frekans olarak adlandırılan şeydir ve ortalamalar yasasına dayanmaktadır.

Belirsiz bir olay sayısız kez tekrarlanırsa, olayın meydana gelme sıklığı olasılığına karşılık gelir. Örneğin, yüz bin kez yazı tura atarsak, beklenen tura sayısı elli bindir. Dikkat edin, elli bine eşit olacağını söylemedim. Büyük sayılar yasasına göre, göreceli sıklık ile olasılık yalnızca sonsuz sayıda tekrar olursa eşitlenir. Teorik olarak, adil bir yazı tura atma olayında tura gelme şansının ikide bir olduğunu biliyoruz ancak sonsuz sayıda atış yapılmadan her iki sonucun da eşit sayıda geleceğini söyleyemeyiz.

Belirsizlikle ilgili bir problemde, son derece açıktır ki, asla kesin bir sonuç öngörülemez. Bununla birlikte, problem iyi tanımlanmışsa tüm olası sonuçları listeleyebiliriz. Belirsiz bir olay yeterince sık tekrarlanırsa sonuçların sıklığı, farklı muhtemel sonuçların olasılıklarına denk gelir. Zorluk, yalnızca bir kez meydana gelen bir olayla ilgilendiğimizde ortaya çıkar.

Yarınki fen bilgisi sınavını geçme olasılığımızı veya Green Bay Packers'ın Super Bowl'u kazanma olasılığını nasıl tahmin edebiliriz? Buradaki problem, bu olayların her birinin benzersiz olmasıdır. Geri dönüp Green Bay oyunlarıyla ilgili tüm istatistiklere bakabiliriz ancak aynı koşullar altında birbirleriyle defalarca oynayan insanlara dair yeterince net eşleşmeye sahip olamayız. Sınavda ne kadar iyi olacağımıza dair bir fikir edinmek için önceki fen sınavlarını hatırlayabiliriz ancak tüm sınavlar aynı olmadığı gibi bilgimiz de sabit değildir.

Bir frekans dağılımı üretecek kadar tekrar edilmiş sınav olmadan, olasılığı nasıl hesaplayabiliriz? Hesaplayamayız. Bunun yerine, olasılıkların öznel yorumlarına güvenmeliyiz. Biz bunu hep yaparız. Packers'ın Lombardi kupasını kazanma olasılığının ikiye bir olduğunu veya bu zor bilim sınavını

geçme olasılığının onda bir olduğunu söyleyebiliriz. Bunlar olasılıklı ifadelerdir ve bizim olay hakkındaki *inanç düzeyimizi* tanımlarlar. Frekansa dayalı bir olasılık yorumu elde etmek için belirli bir olayın yeterince tekrarını yapmak mümkün değilse, kendi sağduyumuza güvenmek zorunda kalırız.

Bu iki olaya dair yapılacak birçok öznel yorumun sizi yanlış yöne götüreceğini hemen görebilirsiniz. Öznel olasılıklarda, varsayımlarınızı analiz etme sorumluluğu size aittir. Durun ve iyice düşünün. Materyal daha zor olduğu ve yeterince hazırlanmadığınız için ya da sahte tevazu nedeniyle fen sınavında onda bir şansınız olduğunu mu varsayıyorsunuz? Packers'a ömür boyu duyduğunuz sadakatin sizi diğer takımın üstün gücüne karşı kör mü ediyor?

Bayes analizi üzerine yazılmış ders kitaplarına göre, varsayımlarınızın makul olduğuna inanıyorsanız, belirli bir olayın öznel olasılığını frekans olasılığına eşit düşünmek "tamamen mümkündür".[12] Yapmanız gereken, makul ve mantıklı olmayanı elemek ve mantıklı olanı korumaktır. Öznel olasılıkların, frekans olasılık yönteminin uzantılarından başka bir şey olmadığı düşünülebilir. Aslında, çoğu durumda, öznel olasılıklar değer de katar. Çünkü bu yaklaşım, uzun vadeli istatistiksel düzenliliğe bağlı kalmak yerine işlemsel konuları da hesaba katma şansı verir.

Olasılık Teorisi ve Piyasa

Yatırımcılar farkında olsun ya da olmasın, aldıkları kararların neredeyse tamamı birer olasılık uygulamasıdır. Başarılı olmaları için, olasılık tespitlerinde, tarihsel kayıtları mevcut en yeni verilerle birleştirmeleri büyük önem taşır. İşte bu, tam uygulamalı Bayes analizidir.

"Kayıp olasılığını muhtemel kayıp miktarıyla çarpıp kazanç olasılığının muhtemel kazanç miktarıyla çarpımından

çıkarın. Yapmaya çalıştığımız tam da budur," der Buffett. "Kusursuz değildir ama hepsi bundan ibarettir."[13]

Yatırım ve olasılık teorisi arasındaki bağlantıyı açıklığa kavuşturmanın faydalı bir örneği, risk arbitrajı uygulamasıdır. Saf arbitraj, iki farklı piyasada kote ettirilen bir menkul kıymetin fiyatlarındaki farklılıktan kazanç sağlamaktan ibarettir. Örneğin, emtialar ve para birimleri dünya çapında birçok farklı piyasada kote ettirilir. İki ayrı piyasa aynı emtia için farklı fiyat vermişse, emtiayı bir piyasadan satın alıp diğer piyasada satabilir ve farkı cebe atabilirsiniz.

Günümüzde daha yaygın uygulanan risk arbitrajı, ilan edilen kurumsal birleşmeler veya satın almalar demektir. İlansız kurumsal faaliyetlerle risk arbitrajı uygulayan kişiler de vardır ancak bu, Buffett'ın kaçındığı bir alan olduğu için biz de öyle yapacağız. Bir grup Stanford Üniversitesi öğrencisine hitaben yaptığı konuşmada Buffett, risk arbitrajı hakkındaki görüşlerini paylaşmıştı. "Benim işim," demişti, "gerçekleşmesi olası hadiselerin [ilan edilen birleşmelerin] olasılığını ve kâr/zarar oranını değerlendirmektir."[14]

Buffett'ın Stanford öğrencilerine yaptığı konuşmanın devamını şu örnekle temellendirelim: Abbott Company'nin günlük işlemlere hisse başına 18 dolardan başladığını varsayalım. Sonra bir sabah erkenden, bu yıl içinde bir zamanda, muhtemelen altı ay içinde, Abbott'ın Costello Company'ye hisse başına 30 dolara satılacağı duyuruldu. Abbott'ın hisse fiyatı hemen 27 dolara yükselir ve burada yerleşerek ileri geri işlem yapmaya başlar.

Buffett ilan edilen birleşmeyi görür ve bir karar verme aşamasına gelir. Her şeyden önce, kesinlik derecesini değerlendirmeye çalışır. Bazı kurumsal anlaşmalar gerçekleşmez. Yönetim kurulu beklenmedik bir şekilde birleşme fikrine direnebilir veya Federal Ticaret Komisyonu bir itirazda bulunabilir. Hiç kimse bir risk arbitraj anlaşmasının kapanıp ka-

panmayacağını kesin olarak bilemez ve riskin devreye girdiği yer burasıdır.

Buffett'ın karar süreci, öznel olasılıklar üzerinde yapılan bir pratiktir. Şöyle açıklıyor Buffett: "% 90'lık bir olasılıkla bunun gerçekleşeceğini düşünüyorsam ve yukarı yönde 3 puan varsa, bu durumda gerçekleşmeme ihtimali % 10'dur ve aşağı yönde 9 puan varsa, o zaman buna 0,90 dolar diyebiliriz. Olumlu senaryoda kâr 2,70 dolar olduğuna göre muhtemel zararı çıkarırsak geriye 1,80 dolarlık matematiksel beklenti kalır."[15]

Daha sonra Buffett, söz konusu zaman aralığında yatırımın geri dönüşünü sizin için olası diğer yatırımlarla ilişkilendirmeniz gerektiğini söylüyor. Abbott Company'nin bir hissesini 27 dolardan satın aldıysanız, Buffett'ın matematiğine göre, potansiyel olarak % 6,6 getiri oranı (1,80 dolar/ 27 dolar) vardır. Anlaşmanın altı ay içinde tamamlanması bekleniyorsa yatırımın yıllık getirisi % 13,2 olacaktır. Buffett daha sonra bu risk arbitrajından elde edilecek getiriyi, muhtemel diğer getirilerle karşılaştırır.

Buffett risk arbitrajının kayıp potansiyeli taşıdığını peşinen kabul eder. "Bir işlemimiz sonucunda para kaybetmeyi rahatlıkla kabulleniriz," diyordu Buffett, "arbitraj da buna bir örnektir ancak benzer türden bir dizi karşılıklı bağımsız olayda zarar beklentimiz varsa hiçbir işlem yapmayız. Giriştiğimiz işlemlerde olasılık hesaplarımızın doğru ve geçerli olduğunu umut ederiz."[16]

Buffett'ın risk arbitraj tahminlerinin öznel olasılıklar olduğunu hayli açık bir şekilde görebiliriz. Risk arbitrajında frekans dağılımı yoktur. Her anlaşma farklıdır. Her durum farklı tahminler gerektirir. Ama öyle de olsa risk arbitrajı yaklaşımının bazı rasyonel matematiksel hesaplamalarla yapılması önemlidir. Hisse senetlerine yatırım yaptığınızda da sürecin farklı olmadığını göreceğiz.

Kelly Optimizasyonu

Bir kumarhanenin kapısından içeri her adım attığınızda, kazançla çıkma olasılığınız oldukça düşüktür. Bunda şaşılacak bir şey yoktur. Sonuçta en yüksek kazanma şansının kumarhaneye ait olduğunu biliyoruz. Ancak doğru oynandığı takdirde kazançla çıkılabilecek bir oyun vardır ki o da yirmi birdir. Dünya çapında en çok satanlar listesinde yer alan *Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game of Twenty-One* [Kasayı Yen: Yirmi Bir Oyununda Kazandıran Strateji] kitabında matematik mezunu Edward O. Thorp, kumarhaneyi zekice alt etmeyi sağlayacak süreci özetlemiştir.[17]

Thorp'un stratejisi basit bir konsepte dayanır. Destede 10'lar, resimli kartlar ve aslar çoksa oyuncu –diyelim ki siz–, krupiyeye göre istatistiksel bir avantaja sahip olur. Yüksek kartlar için -1 ve düşük kartlar için +1 değeri verirseniz dağıtılan kartları takip etmek oldukça kolaydır; her kart açıldığında ekleme çıkarma yaparak aklınızda bir çetele tutun. Sayı pozitif ise, henüz açılmamış yüksek kartlar olduğunu anlarsınız. Akıllı oyuncular, en büyük kartlarını kart sayısının görece yüksek olduğu an için saklarlar.

Thorp'un kitabının temelinde yatan şey, Kelly bahis modelinin bir uygulamasıydı.[18] Kelly de ilhamını bilgi teorisinin mucidi Claude Shannon'dan almıştı.

1940'larda Bell Laboratuvarları'nda çalışan bir matematikçi olan Shannon, kariyerinin önemli bir bölümünü verileri rasgele moleküler gürültüyle karıştırmadan bakır hatlar üzerinden iletmenin uygun bir yolunu bulmaya çalışarak geçirdi. Keşfini 1948'de "Matematiksel İletişim Teorisi" adlı bir makalede anlattı.[19] Makalede, başarı olasılığı göz önünde bulundurulduğunda bir bakır telden geçirilebilecek optimal miktarda verinin matematiksel formülü yer alıyordu.

Birkaç yıl sonra, J. L. Kelly adındaki başka bir matema-

tikçi, Shannon'ın makalesini okudu ve formülün, başarı olanaklarını bilerek geliştirilecek başka bir insan çabası olan kumarda da aynı kolaylıkla işe yarayabileceğini fark etti. 1956'da Kelly, "A New Interpretation of Information Rate," [Veri Hızının Yeni Bir Yorumu] başlıklı bir makalede, Shannon'ın çeşitli aktarım hızlarının ve bir şans olayının olası sonuçlarının esasen aynı şey olduğunu ve aynı formülün her ikisini de optimize edebileceğini öne sürdü.[20]

Genellikle optimum büyüme stratejisi olarak adlandırılan Kelly optimizasyon modeli, başarı olasılığını biliyorsanız, büyüme oranını maksimize eden para miktarına bahse gireceğiniz anlayışına dayanır. Formül olarak şöyle ifade edilir: $2p - 1 = x$; yani kazanma olasılığının (p) iki katının bir eksiği, toplam paranızın yatırmanız gereken yüzdesine (x) eşittir. Örneğin, kumarhaneyi yenme olasılığınız % 55 ise, kazancınızı maksimize etmek için paranızın % 10'unu bahse yatırmanız gerekir. Olasılık % 70 ise, % 40 ile bahse girebilirsiniz. Kazanma olasılığının % 100 olduğunu biliyorsanız model, hepsini yatırmanızı söyler.

Elbette borsa yirmi bir oyunundan çok daha karmaşıktır. Bir kart oyununda, sınırlı sayıda kart ve bu nedenle sınırlı sayıda olası sonuç vardır. Binlerce hisse senedi ve milyonlarca yatırımcının bulunduğu borsa neredeyse sonsuz sayıda farklı sonuç getirebilir. Kelly yaklaşımını kullanabilmek için, yatırım süreci boyunca sürekli yeniden hesaplamalar ve ayarlamalar yapmak gerekir. Yine de, olasılık derecesini yatırım boyutuna matematiksel olarak bağlayan bu temel formül önemli dersler içerir.

Kelly modelinin odaklı yatırımcılar için cazip bir araç olduğuna inanıyorum. Ancak yalnızca onu sorumlu bir şekilde kullananlara yarar sağlayacaktır. Kelly yaklaşımını kullanmanın riskleri vardır ve yatırımcılar bunun üç sınırı olduğunu anlamalıdır:

1. Kelly modelini kullanarak veya kullanmayarak yatırım yapmayı düşünen herkes uzun vadeli bir ufka sahip olmalıdır. Yirmi bir oyuncusu, kumarhaneyi yenebilecek sağlıklı bir modele sahip olsa bile, başarının dağıtılan ilk birkaç destede ortaya çıkması garanti değildir. Aynı şey yatırım için de geçerlidir. Yatırımcılar doğru şirketi seçtikleri halde piyasanın bu seçimi ödüllendirmek için hiç de aceleci davranmadığına kaç kez şahit olmuştur?
2. Kaldıraç kullanma konusunda dikkatli olun. Borsaya yatırım yapmak için (bir marj hesabıyla) borçlanmanın tehlikesi hem Ben Graham hem de Warren Buffett tarafından yüksek sesle dile getirilmiştir. Sermayeye hiç beklenmedik bir anda, oyunun en talihsiz zamanında gereksinim duyulabilir. Kelly modelini bir marj hesabında kullanırsanız, borsa düşüşü sizi hissenizi satmaya zorlayarak yüksek olasılıklı bir kazançtan olmanıza neden olabilir.
3. Yüksek olasılıklı oyunlarda en büyük tehlike yüksek bahis riskidir. Bir işlemin başarı şansı sadece % 55 iken % 70 olduğuna karar verdiyseniz, bir kumarbaz gibi mahvolma riskini göze aldınız demektir. Bu riski en aza indirmenin yolu, *yarım Kelly* veya *kısmi Kelly* modeli ile düşük yatırım yapmaktır. Örneğin, Kelly modeli size sermayenizin % 10'uyla girmenizi söylüyorsa, bunun yerine yalnızca % 5'iyle (yarım Kelly) girmeyi seçebilirsiniz. Hem yarım Kelly bahsi hem de kısmi Kelly modeli portföy yönetiminde bir güvenlik marjı sağlar. Hisse senedi seçerken uyguladığımız güvenlik marjı ile birlikte çift katmanlı bir koruma sunar.

Aşırı yüksek oranla girme riski düşük oranla girme riskine göre çok daha ağır bastığı için, tüm yatırımcıların, özellikle de odaklı yatırım stratejisini yeni kullanmaya başlayanların, kısmi Kelly modelini kullanmaları gerektiğine inanıyorum. Ne yazık ki yatırım oranını en aza indirmek potansiyel kazan-

cınızı da en aza indirir. Bununla birlikte, Kelly modelindeki ilişki parabolik olduğu için, az yatırımın verdiği zarar ağır değildir. Bahis yaptığınız miktarı % 50 azaltan yarım Kelly modeli, potansiyel büyüme oranını sadece % 25 düşürür.

Olasılık Hesabında Munger

1994'te Charlie Munger, Güney Kaliforniya Üniversitesi işletme bölümünde öğrenci yatırım seminerinde konuşma yapmak üzere Dr. Guilford Babcock'un davetini kabul etmişti. "Dünyevi bilgeliğe ulaşma sanatı" da dahil olmak üzere birçok konuya değindi. Ayrıca, bu işin duayeni olarak, olasılıklar ve optimizasyon hakkında ne düşündüğünü açıkladı.

"Hisse senedi piyasasında olup bitenleri basitleştirmek için sevdiğim model, yarış pistlerindeki müşterek bahis sistemidir," dedi. "Durup düşünürseniz, müşterek bahis sistemi bir piyasadır. Herkes oraya gider ve bahse girer. Oranları belirleyen de girilen bahislerdir. Borsada da olan budur."

Devam etti, "En aptal adam bile harika bir kazanma geçmişi ve iyi bir konuma sahip, hafif ağırlık taşıyan bir atın kazanma olasılığının, berbat bir sicile ve ekstra ağırlığa sahip bir attan çok daha fazla olduğunu görebilir. Ancak olasılıklara bakarsanız kötü at bire yüz verirken, iyi at ikiye üç verir. O halde istatistiksel açıdan en iyi bahsin hangisi olduğu belli değildir. Fiyatlar, sistemi yenmenin çok zor olacağı şekilde ayarlanmıştır."[21]

Charlie'nin parkur benzetmesi yatırımcılar için mükemmeldir. Yatırımcılar, çok büyük sıklıkla, inanılmaz oranlar veren ancak sayısız nedenlerden dolayı yarışı asla bitiremeyen uzak ihtimalin cazibesine kapılır. Bazen de getirisini hiç düşünmeden kesin olanı seçerler. Bana öyle geliyor ki, at yarışlarına veya borsaya yaklaşmanın en mantıklı yolu, iyi atın cazip oranlar verdiği anı beklemektir.

Psikoloji Unsuru

Safkan at yarışları üzerine kitaplar yazan Andrew Beyer, yıllarını yarış müdavimlerinin girdikleri bahisleri izleyerek geçirdi ve çoğu kişinin tez canlılık nedeniyle para kaybettiğini gördü. Yarışlarda ve benzeri ortamlarda kumarhane zihniyeti; yani bir an önce eyleme geçme, parayı koyma, zarı atma, kolu çekme, hemen bir şeyler yapma arzusu, insanları üzerinde durup düşünmeksizin aptalca bahisler oynamaya iter.

Oyuna hemen girme yönündeki psikolojik dürtüyü anlayan Beyer, oyunculara stratejilerini aksiyon bahisleri ve asıl bahisler şeklinde bölerek uygulamalarını tavsiye eder. Asıl bahisler, ciddi oyuncular için iki koşul altında uygulanır: (1) atın kazanabileceğine olan güven yüksektir ve (2) ikramiye oranları olması gerekenden daha fazladır. Asıl bahisler ciddi para gerektirir. Aksiyon bahisleri, adından da anlaşılacağı gibi, psikolojik oynama ihtiyacını karşılayan, hislere dayanan ve desteksiz atışla girilen bahislerdir. Bunlar küçük bahislerdir ve asla oyuncunun bahis havuzunun büyük bir parçası haline gelmemelidir.

Beyer'e göre bir at yarışçısı asıl bahisler ile aksiyon bahisleri arasındaki ayrımı kaybetmeye başlayınca, "kaçınılmaz olarak, güçlü ve zayıf seçimler arasında doğru dürüst bir denge gözetmeden, telaş içinde adımlar atar."[22]

Teoriden Gerçeğe

Şimdi yarış pistinden uzaklaşalım ve tüm bu teoriyi borsa gerçekliğinde bir araya getirelim. Düşünme zinciri aynıdır.

1. *Olasılıkları hesaplayın.* İlgilendiğimiz olasılık şudur: Düşündüğüm bu hisse senedinin zaman içinde borsadan daha büyük bir ekonomik getiri elde etme şansı nedir?
2. *En uygun zamanı bekleyin.* Bir güvenlik marjınız varsa ba-

şarı şansı lehinizedir ve durum ne kadar belirsizse, ihtiyacınız olan marj o kadar büyüktür. Borsada güvenlik marjı ucuz fiyatla sağlanır. Beğendiğiniz şirket gerçek değerinin altında bir fiyattan satış yapıyorsa bu, sizin harekete geçme sinyalinizdir.

3. *Yeni bilgileri kollayın.* Olasılıklar lehinize dönünceye kadar bekleyeceğiniz için, bu arada şirketin yaptığı her şeye titizlikle dikkat edin. Yönetim sorumsuzca hareket etmeye mi başladı? Mali kararlar değişmeye mi başladı? İşletmenin faaliyet gösterdiği rekabet ortamını değiştirecek bir şey mi oldu? Eğer öyleyse, olasılıklar muhtemelen değişecektir.
4. *Ne kadar yatırım yapacağınıza karar verin.* Belirli bir satın alma işlemine, piyasaya yatırım yapmak için ayırdığınız tüm paranın ne kadarını yatıracaksınız? Kelly formülüyle başlayın, sonra yarım Kelly veya kısmi Kelly hesabıyla miktarı düşürün.

Olasılıkları düşünmeye alışık olmayabilirsiniz ancak bunları nasıl kullanacağınızı öğrenmek imkânsız değildir. Hisse senetlerini bu şekilde düşünmeyi öğrenebilirseniz, kendi aldığınız derslerden kâr etme yolundasınız demektir. Buffett'ın 1988'deki Coca-Cola Company alımını hatırlayın. Berkshire portföyünün üçte birini bu şirkete yatırmıştı. Coca-Cola, ortalamanın üzerinde ekonomik durumu ile içsel değerinin çok altında bir fiyata satış yapan olağanüstü bir şirketti. Bunun gibi fırsatlar borsada çok sık görülmez. Ancak görüldüğü anda, olasılıktan anlayanlar bunu fark edecek ve ne yapacaklarını bileceklerdir. Charlie Munger'ın dediği gibi, "İşini bilen [yatırımcılar] dünya onlara bu fırsatı sunduğunda bahsi büyük oynarlar. Olasılık yüksekse büyük oynarlar. Geri kalan zamanlarda öyle yapmazlar. Bu kadar basittir."[23]

Graham ve Dodd Diyarının Odaklı Yatırımcıları

1934'te, Büyük Buhran'ın zirvesinde, dikkat çekici olmayan başlığıyla dikkat çekici bir kitap, *Security Analysis* yayımlandı. Ortak yazarları Benjamin Graham ve David Dodd beş yıldır bunun üzerinde çalışıyorlardı. Columbia Üniversitesi'nde ders vermeleri ve müşterilerinin 1929'daki çöküşün artçı etkileriyle başa çıkmalarına yardımcı olmaları nedeniyle kitabın yazılış süreci sekteye uğramıştı. Graham daha sonra bu gecikmenin de bir lütuf olduğunu, çünkü "çekilen acılara karşılık edinilen bilgeliği" de kitaba katma şansı yakaladıklarını söylemişti.[24] *Security Analysis* beş edisyonun ve seksen yılın ardından hâlâ dünya çapında bir klasik olarak kabul edilmektedir. Modern yatırım dünyası üzerindeki etkisini ne kadar vurgulasam azdır.

Yayımlandıktan elli yıl sonra, Columbia Üniversitesi İşletme Fakültesi, baskı yıldönümü münasebetiyle düzenlenen bir seminere sponsor oldu. Okulun en tanınmış mezunlarından biri ve Graham'ın değer yaklaşımının günümüzdeki en ünlü savunucusu olan Warren Buffett, seminere konuşmacı olarak davet edildi. "Graham ve Dodd Diyarının Süper Yatırımcıları" başlıklı konuşması da, bahsettiği kitap gibi, başlı başına bir klasik haline geldi.[25]

1984'teki o gün, dinleyicilerin çoğu –üniversite profesörleri, araştırmacılar ve diğer akademisyenler– hâlâ modern portföy teorisine ve Etkin Piyasalar Hipotezi'nin geçerliliğine sıkı sıkıya inanıyordu. Elbette Buffett aynı fikirde değildi ve konuşmasında Etkin Piyasalar Hipotezinin dayandığı platformu sessizce yıktı.

Modern portföy teorisinin temel argümanını (Borsa adildir. Tüm hisse senetleri doğru fiyatlandırılır. Piyasayı her yıl yenenler sadece şanslılardır.) yeniden özetleyerek işe başladı. Belki de öyle, dedi Buffett, ama bunu yapan bazı insanlar tanıyorum ve başarıları sadece şans ile açıklanamaz.

Ve kanıtlarını ortaya koymaya başladı. O gün sunduğu tüm örnekler, zamanla piyasayı yenmeyi başaran ve bunu şans eseri değil, aynı kaynaktan, yani Ben Graham'dan öğrendikleri ilkeleri izledikleri için yapan kişilerdi. Hepsinin, "entelektüel" olarak Graham ve Dodd Diyarı'nın sakinleri olduğunu söyledi.

Buffett, bu insanların, belirli kararları farklı şekillerde alsalar da piyasa fiyatı ile içsel değer arasındaki tutarsızlıklardan yararlanan ortak bir yaklaşıma sahip olduklarını anlattı. Buffett, "Söylemeye gerek yok; Graham ve Dodd yatırımcıları betayı, sermaye varlık fiyatlandırma modelini veya getirilerin kovaryansını tartışmıyorlar," dedi. "Bunlar onları ilgilendiren konular değil. Aslında çoğu bu terimleri tanımlamada sorun yaşardı."

Buffett 1984'teki konuşmasına dayanarak yayımlanan bir makalesinde, Graham ve Dodd Diyarı sakinlerinin etkileyici performanslarını gösteren tablolara da yer verdi.[26] Ancak bu büyük yatırımcıları birleştiren, sadece Graham'ın yatırımda değer yaklaşımı değildi. Bu büyük yatırımcıların her biri (Charlie Munger, Bill Ruane ve Lou Simpson), tıpkı Buffett'ın yaptığı gibi odaklı portföyler yönetiyorlardı. Onların bu performans kayıtlarından öğrenebileceğimiz çok şey var. Ancak bu araştırmaya geçmeden önce, ilk odaklı yatırımcı ile başlayalım.

John Maynard Keynes

Çoğu insan John Maynard Keynes'i iktisat teorisine yaptığı katkılarıyla tanır. Çok az kişi onun aynı zamanda efsanevi bir yatırımcı olduğunu bilir. Yatırım becerilerinin kanıtı, İngiltere'nin, Cambridge şehrinde bulunan King's College'daki Chest Fund'ın* performans kayıtlarında görülebilir.

* (İng.) Sandık Fonu. -*en*

1920'den önce King's College yatırımları, sabit getirili menkul kıymetlerle sınırlıydı. Keynes 1919'un sonlarında İkinci Sayman olarak atandığında, mütevellileri yalnızca hisse senetleri, döviz ve vadeli emtia içeren ayrı bir fon kurmaya ikna etti. İşte bu ayrı hesap Chest Fund adını aldı. Birinci Sayman seçildiği 1927'den 1945'teki ölümüne kadar bu hesabın tek sorumlusu Keynes'ti. Tüm bu süre boyunca portföyünü sadece birkaç şirkete odakladı. *Security Analysis*'in de yayımlandığı 1934 yılında, Keynes bir arkadaşına mektup yazarak bu konudaki yaklaşımını anlatmıştı:

> Hakkında çok az şey bilinen ve özel bir güven duymayı gerektirecek durumu olmayan birçok şirketin hisselerini bir araya getirerek oluşturulacak bir portföyün, riski sınırlandıracağını düşünmek bir hatadır... İnsanın bilgisi ve tecrübesi kesinlikle sınırlıdır ve benim de kişisel olarak tam güven hissettiğim şirket sayısı iki veya üçü pek geçmez.[27]

Dört yıl sonra Keynes, ilkelerini tam olarak özetleyen Chest Fund politika raporu hazırladı:

1. Fiili ve potansiyel olarak, yıllar içinde göstermesi beklenen performansa göre belirlenmiş *içsel* [kendi vurgusu] değerine göre ucuzluğunu dikkate alarak, diğer yatırım araçlarına göre daha avantajlı görünen az sayıda hisseye dikkatli yatırım yapmak;
2. Bu oldukça büyük yatırım parçalarını, beklenen değerlerine ulaşıncaya veya alınmalarının bir hata olduğu anlaşılıncaya kadar, ne pahasına olursa olsun kararlı bir şekilde yıllarca tutmak;
3. *Dengeli* [kendi vurgusu] bir yatırım pozisyonu almak, yani az miktarda çeşitliliğe rağmen riski dağıtmak, mümkünse karşıt riskler alarak dengelemek.[28]

Bu terimi kullanmasa da Keynes'in, yatırım politikasına bakılırsa kesinlikle odaklı bir yatırımcı olduğuna inanıyorum. O da hisse senetlerini bilinçli olarak seçilmiş az çeşitle sınırlamış ve seçimlerini değer ve fiyat arasındaki fark üzerinden temel analize dayanarak yapmıştı. Portföy devir hızını çok düşük tutmayı tercih ediyordu. Ve yüksek kaliteli, öngörülebilir işlerde yoğunlaşan çeşitli ekonomik pozisyonlar alarak "karşıt riskleri" dahil etmeyi amaçlıyordu.

Keynes nasıl bir performans gösterdi? Chest Fund, Keynes'in on sekiz yıllık yönetiminde, Birleşik Krallık piyasasının temelde sabit kaldığı bir dönemde, yıllık ortalama % 13,2'lik bir getiri elde etti. Dönemin hem Büyük Buhran'ı hem de II. Dünya Savaşı'nı içine aldığını düşünürsek, Keynes'in performansının olağanüstü olduğunu söylememiz gerekir.

Yine de Chest Fund bazı sancılı dönemler geçirdi; üç ayrı yılda (1930, 1938 ve 1940) değeri genel İngiltere pazarından önemli ölçüde daha düşüktü. Keynes'in performans kayıtlarını 1983'te gözden geçiren iki modern analist, "Fonun varlığındaki büyük dalgalanmalara bakılırsa, fonun piyasaya göre daha dalgalı olduğu anlaşılıyor," yorumunu yapmışlardı.[29] Nitekim Chest Fund'ın standart sapmasını hesaplarsak, genel piyasadan neredeyse iki buçuk kat daha değişken olduğunu görebiliriz. Kuşkusuz, fondaki yatırımcılar zaman zaman inişli çıkışlı bir seyir yaşadılar ancak sonunda piyasayı önemli ölçüde geride bıraktılar.

***

Makroekonomi altyapısına sahip Keynes'in pazarlama zamanlama becerilerine sahip olduğunu düşünmüyorsanız yatırım politikasını bir daha gözden geçirin: "Ticaret döngüsünün farklı aşamalarında bir bütün olarak halka açık hisse senetlerine rağbetin arttığı ve azaldığı genel sistematik hareketliliklerden çok fazla yararlanabilmiş değiliz," demişti Key-

nes, "bu deneyimlerin bir sonucu olarak, değişik nedenlerle toptan bir yön değişimi fikrinin uygulanamaz ve aslında istenmeyen bir şey olduğu konusunda netim. Böyle yaparak satmaya ve almaya çok geç teşebbüs edenlerin ve her ikisini de çok sık yapanların çoğu, ağır zararlara maruz kalıyor ve çok kararsız ve spekülatif bir ruh hali geliştiriyorlar. Bunun yaygınlaşması halinde de büyük sosyal maliyetlerin yanı sıra, dalgalanmaların ölçeği ağır ve büyük oluyor."[30]

Yüksek devir hızı, ağır kayıplar ile spekülatif bir ruh hali yaratır ve genel piyasa dalgalanmalarını daha da kötüleştirir. O zaman doğruydu, bugün de doğru.

Charles Munger Ortaklığı

Berkshire Hathaway'in yatırım performansı genellikle başkanına mal edilse de, başkan yardımcısı Charlie Munger'ın kendisinin de olağanüstü bir yatırımcı olduğunu asla unutmamalıyız. "Onunla 1960 yılı civarında tanıştım," diyordu Buffett, "ve ona avukatlığın iyi bir hobi olduğunu ama daha iyisini yapabileceğini söyledim."[31] 2. Bölüm'den hatırlayacağınız gibi, o zamanlar Munger'ın Los Angeles'ta başarılı bir hukuk bürosu vardı ancak enerjisini yavaş yavaş, kendi adını taşıyan yeni bir yatırım ortaklığına kaydırıyordu.

Buffett, "Portföyü çok az sayıda menkul kıymete yoğunlaşmıştı ve bu nedenle elde ettiği sonuçlar çok istikrarsızdı," diyordu, "ancak o da değer yaklaşımına inanıyordu." Charlie, ortaklığı için yatırım kararları verirken Graham metodolojisini izliyor ve yalnızca içsel değerlerinin altında satılan hisselere bakıyordu. "Performansta daha büyük iniş ve çıkışları kabulleniyor ve odaklı gitmeyi tercih ediyordu."[32]

Buffett'ın, Charlie'nin performansını anlatırken *risk* kelimesini kullanmadığına dikkat edin. Riskin fiyat oynaklığından kaynaklandığını söyleyen modern portföy teorisi-

nin geleneksel risk tanımını kullanarak, bazıları on üç yıllık geçmişi boyunca Charlie'nin ortaklığının son derece riskli olduğunu söyleyebilir. Standart sapması, pazarın neredeyse iki katıydı. Ancak bu süre zarfında piyasanın ortalama yıllık getirisini 18 puan aşmak, risk alan değil, akıllı davranan bir yatırımcının başarısıydı.

Sequoia Fonu

Buffett, Bill Ruane ile ilk kez 1951'de, Ben Graham'ın Columbia'daki güvenlik analizi dersinde tanıştı. Bu iki sınıf arkadaşı hep temasta kaldı ve Buffett, Ruane'nin yıllar boyunca gösterdiği yatırım performansını hayranlıkla izledi. Buffett 1969'da yatırım ortaklığını kapattığında, Ruane'den bazı ortakların fonlarını yönetmesini istedi. Bu, Sequoia Fonu'nun başlangıcı oldu.

Her ikisi de ortaklık fonu kurmak için zor bir zaman olduğunu biliyordu ama Ruane adımını cesurca attı. Borsa iki katmanlı bir piyasaya bölünüyordu. Sıcak paranın çoğu yeni Nifty Fifty'ye (yüksek uçan büyük şirketler) yönelmiş ve değerli hisseleri çok geride bırakmıştı. Buffett'ın da işaret ettiği gibi, 1970'lerin başlarında değer yatırımcıları için nispeten iyi bir performans göstermek zor olsa da o, "Ortaklarımın sadece onunla birlikte kaldığını değil, aynı zamanda çok iyi sonuçlarla para da kazandığını söylemekten mutluluk duyuyorum," diyor.[33]

Sequoia Fonu gerçek bir öncü, odaklı yatırım ilkelerine dayanan ilk yatırım fonuydu. Sequoia'nın hisselerine ait kayıtlar, Bill Ruane ve Ruane'nin Cuniff & Company'deki ortağı Rick Cuniff'in sıkı odaklanmış, düşük devir hızına sahip bir portföy yönettiğini açıkça gösteriyor. Fonun ortalama % 90'ından fazlası altı ila on şirketten oluşan bir grubun hisselerine aitti. Yine de portföyün ekonomik çeşitliliği genişti

ve öyle olmaya da devam ediyor. Ruane, Sequoia'nın odaklanmış bir portföy olmasına rağmen, her zaman çok çeşitli şirketlerin hisselerine sahip olduğunu sık sık vurgular.

İlk zamanlarda Bill Ruane para yöneticileri arasında benzersizdi. Genel olarak, çoğu yatırım yöneticisi, ölçüldükleri endeksten çok da farklı olmayan bir hisse senedi portföyü oluşturur. Portföy yöneticisi, endeksin sektör ağırlıklarını anlar ve ardından portföyü her sektöre uyan hisse senetleriyle doldurmaya başlar. Ruane, Cuniff & Company'de ortaklar mümkün olan en iyi hisse senetlerini seçme fikri ile başlar; daha sonra portföyün bu seçimler etrafında şekillenmesini sağlarlar.

Elbette mümkün olan en iyi hisse senetlerini seçmek yüksek düzeyde araştırma gerektirir. Firma, para yönetiminde en parlak firmalardan biri olarak ün kazanmıştır. Yöneticiler, Wall Street'in komisyonculardan beslenen araştırma raporlarından kaçınırlar. Bunun yerine, kendi yoğun şirket araştırmalarına güvenirler. Ruane bir keresinde, "Firmamızda pek unvan kullanmıyoruz," demişti, "[ama] kullansak, kartvizitimde Bill Ruane, Hisse Senedi Analisti yazardı."

Böyle bir düşüncenin Wall Street'te alışılmadık bir şey olduğunu da söylemişti. "Genellikle, insanlar kariyerlerine analist olarak başlar ancak daha sonra prestijli portföy yöneticiliğine terfi etmek isterler. Aksine, uzun vadeli yatırımcılar için, analist fonksiyonunun çok önemli olduğuna ve portföy yöneticiliğinin doğal olarak onu takip ettiğine her zaman inandık."[34]

Bu benzersiz yaklaşım Sequoia'nın hissedarlarına ne tür bir yarar sağlamıştı? 1971'den 2013'e kadar Sequoia Fonu, S&P 500 endeksinin % 10,65'ine kıyasla, yıllık ortalama % 14,46'lık bir getiri elde etti.

Diğer odaklı portföyler gibi, Sequoia Fonu da bu ortalamanın üzerindeki getiriyi biraz daha sarsıntılı bir yolcu-

lukla elde etti. Bu dönemde piyasanın standart sapması Sequoia'nın % 21,2'sine kıyasla sadece % 16,1 oldu. Modern portföy teorisi risk tanımına uyanlar, Munger Ortaklığı'nda olduğu gibi, Sequoia'nın fazla getiri elde etmek için daha fazla risk aldığı sonucuna varabilir. Ancak Sequoia'nın araştırma çabasındaki özen ve gayreti kabul edenler, yaklaşımının riskli olduğu sonucuna varmakta zorlanırlar.

Lou Simpson

Warren Buffett 1970'lerin sonunda GEICO sigorta şirketinin hisselerini almaya başladığı sırada, o da GEICO'nun mali sağlığı üzerinde doğrudan etkisi olacak bir alım daha gerçekleştirmişti. Onun adı Lou Simpson'dı.

Princeton Üniversitesi'nden ekonomi alanında yüksek lisans derecesine sahip Simpson, Buffett onu 1979'da GEICO'ya çekmeden önce hem Stein Roe & Farnham hem de Western Asset Management için çalışıyordu. Yaptıkları iş görüşmesine gönderme yapan Buffett, Lou'nun "yatırım için ideal bir mizaca" sahip olduğundan bahsediyordu. Kendi araştırmalarına güvenen ve "kalabalıkla birlikte ya da ayrık çalışma arasında bir tercihi olmayan" bağımsız biriydi.[15]

Lou, Wall Street araştırma raporlarını görmezden gelen ve bunun yerine yıllık raporları gözden geçiren açgözlü bir okur olarak ün kazandı. Hisse senedi seçim süreci Buffett'ınkine benziyordu. Yalnızca yetenekli bir yönetim tarafından yönetilen ve makul fiyatlarla satılan yüksek getirili işletmeleri satın alıyordu. Lou'nun Buffett'la bir ortak yönü daha vardı: Portföyünü yalnızca birkaç hisse senedine odaklıyordu. GEICO'nun milyar dolarlık hisse senedi portföyünde genellikle ondan az hisse senedi tutuluyordu.

1980 ve 2004 yılları arasında GEICO'nun portföyü, piyasanın % 13,5'ine kıyasla yıllık ortalama % 20,3'lük bir getiri

elde etti. Buffett, "Lou sürekli, tek tek kendisine kalıcı bir zarar verme olasılığı düşük olan ve toplu bir şekilde de neredeyse risksiz, fiyatı düşük hisse senetlerine yatırım yaptı," demişti.[36]

Burada yine Buffett'ın risk algısını görüyoruz: Bunun hisse senedi fiyatlarındaki oynaklıkla hiçbir ilgisi yoktur, münferit hisse senetlerinin zamanla kâr üretip üretmeyeceğiyle ilgilidir.

Simpson'ın performansı ve yatırım tarzı da Buffett'ın düşünce tarzına tam olarak uyar. "Lou, Berkshire'da uyguladığımız odaklı ve temkinli yaklaşımı benimsiyor ve bu bizim için çok büyük bir artı," diyordu Buffett. "Kontrol ettiğimiz parayı ve şirketleri yönetmesine izin vereceğim çok az insan vardır ancak Lou'dan çok memnunuz."[37]

Buffett, Munger, Ruane, Simpson. Buffett Diyarı'nın süper yatırımcılarının yatırım konusunda ortak bir entelektüel yaklaşıma sahip olduğu açıktır. Riski azaltmanın yolunun, yalnızca güvenlik marjı (yani şirketin içsel değeri ile bugünün piyasa fiyatı arasındaki fark) yüksek olduğu zaman hisse senedi satın almak olduğu inancında birleşmişlerdir. Ayrıca portföylerini bu sınırlı sayıda yüksek olasılıklı olayların etrafında odaklamanın sadece riski azaltmakla kalmayıp aynı zamanda piyasa getiri oranının çok üzerinde getiri sağlayacağına da inanırlar.

Bu başarılı odak yatırımcılarından bahsettiğimizde hâlâ şüpheyle yaklaşan bazı insanlar vardır. Merak ederler: Tüm bu insanlar yakın iş ilişkilerinden dolayı mı başarılıdır? Görünüşe göre, bu hisse senedi toplayıcıları, farklı hisse senetlerine sahiptir. Buffett'ın sahip olduğu hisse senetleri Munger'ınkilerle tamamen aynı değildir ve Munger da Ruane'ninkilerle aynı senetlere sahip değildir. Ruane, Simpson'ın sahip olduğu hisselere sahip değildir ve Keynes'in hangi senetleri aldığını kimse bilmez.

Pekâlâ, bu doğru olabilir, der şüpheciler, ancak odaklı yatırımcılara yalnızca beş örnek sundunuz. Oysa beş gözlem istatistiksel olarak anlamlı bir sonuca varmak için yeterli değildir. Binlerce portföy yöneticisine sahip bir sektörde bu beş başarı hikâyesi tamamen tesadüf olabilir.

Pekâlâ. Buffett Diyarı'nın beş süper yatırımcısının istatistiksel sapmalardan başka bir şey olmadığı fikrini ortadan kaldırmak için, daha geniş bir alanı incelememiz gerekiyor. Ne yazık ki odaklı yatırımcıların sayısı çok azdır. Parayı yöneten binlerce portföy yöneticisi arasında, yoğunlaştırılmış portföylere sahip çok az kişi vardır. Yine aynı sorunla baş başa kaldık.

The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investing Strategy [Warren Buffett Portföyü: Odaklı Yatırım Stratejisinin Gücüne Ulaşmak]* kitabını yazdığımda da aynı sorunla yüzleşmiştik. Araştırmak ve istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç çıkarmak için yeterli odaklı yatırımcı yoktu. Biz de ne yaptık? Bir istatistik laboratuvarına girdik ve üç bin odaklı portföyü olan bir evren tasarladık.[38]

Compustat'ın hisse senedi getirilerini içeren veri tabanını kullanarak, ölçülebilir veriler gösteren bin iki yüz şirketi –gelirler, kazançlar ve özsermaye getirisi dahil– izole ettik. Daha sonra bilgisayardan bu şirketlerden rasgele on iki bin portföy yaparak dört portföy grubu oluşturmasını istedik:

1. 250 hisse senedi içeren üç bin portföy.
2. 100 hisse senedi içeren üç bin portföy.
3. 50 hisse senedi içeren üç bin portföy.
4. 15 hisse senedi içeren üç bin portföy; yani odaklı portföy oluşturduk.

Daha sonra, on yıllık bir dönem (1987–1996) boyunca her gruptaki tüm portföylerin ortalama yıllık getirisini hesap-

* John Wiley & Sons, 1999

ladık. Ardından dört portföy grubunun getirilerini aynı dönem için (S&P 500 endeksi olarak tanımlanan) genel borsa ile karşılaştırdık.

- 250 hisse senedi içeren portföyler arasında standart sapma % 0,65; en iyi portföy yıllık % 16,0 getiri sağladı ve en kötüsü % 11,4 oldu.
- 100 hisse senedi portföyü arasında standart sapma % 1,11 olurken, en iyi portföy % 18,3 ve en kötüsü % 10 getiri sağladı.
- 50 hisse senetli portföyler arasında standart sapma % 1,54 olup, en iyi getiri % 19,1, en kötü getiri ise % 8,6 oldu.
- 15 hisse senedi portföyü arasında standart sapma % 2,78 oldu. En iyi portföy % 26,6, en kötü portföy ise % 6,7 getiri sağladı.

Tüm bunlardan bir anahtar bulgu ortaya çıktı: Bir portföydeki hisse senedi sayısını azalttığımızda, piyasanın getiri oranından daha yüksek getiri elde etme olasılığı artmaya başladı. Ancak elbette aynı zamanda daha düşük getiri elde etme olasılığını da artırdık.

İlk sonucu pekiştirmek için verileri sıraladığımızda dikkate değer bazı istatistikler bulduk:

- 3.000 adet 250 hisse senetli portföyün 63'ü piyasayı geçti.
- 3.000 adet 100 hisse senetli portföyün 337'si piyasayı geçti.
- 3.000 adet 50 hisse senetli portföyün 549'u piyasayı geçti.
- 15 hisse senedine sahip 3.000 portföyün ise 808'i piyasayı geride bıraktı.

250 hisse senetli bir portföyle piyasayı yenme şansınız ellide bir oldu. 15 hisse senetli bir portföyle şansınız çarpıcı bir şekilde artarak dörtte bire yükseldi.

Bir diğer önemli husus: Bu çalışmada, ticari giderlerin etkisini hesaba katmadım. Açıktır ki, portföy devir hızının yüksek olduğu yerlerde maliyetler de öyledir. Bu maliyetler, yatırımcıların getirilerini azaltma eğilimindedir.

İkinci sonuca gelince, akıllı hisse senedi seçiminin kritik önemini pekiştirir. Buffett Diyarı'nın süper yatırımcılarının aynı zamanda süper hisse senedi toplayıcıları olması tesadüf değildir. Odaklı bir portföyünüz varsa ve hisse senedi toplama becerileriniz iyi değilse, çarpıcı derecede düşük performans gösterebilirsiniz. Bununla birlikte, doğru şirketler seçme becerinizi geliştirirseniz, portföyünüzü en isabetli fikirlerinize odaklayarak çok büyük getiriler elde edebilirsiniz.

Bu, on beş yıl önce istatistik laboratuvarında üç bin odaklı portföyümüzü izole ettiğimizde, basit ve anlaşılır bir testti. O zamandan beri akademik dünya, farklı büyüklükteki portföylerin davranışlarını ve çok daha uzun zaman dilimleri boyunca performans getirilerini inceleyerek odaklı yatırım kavramını daha da derinlemesine analiz etti. En önemlisi, K. J. Martijn Cremers ve Antti Petajisto birlikte "aktif pay" olarak adlandırdıkları bir konsepte dayalı odaklı yatırıma yönelik kapsamlı bir araştırma çalışması yaptılar.[39]

Aktif pay, portföyün ölçüldüğü karşılaştırma endeksinden farklı bir portföyün yüzde payını temsil eder. Yüzde olarak ifade edilir ve sadece menkul kıymet seçimini değil, aynı zamanda portföydeki hisse senetlerinin karşılaştırmadaki ağırlıklandırmaya göre güçlü ve zayıf olmasını da hesaba katar. Cremers ve Petajisto'ya göre, % 60 veya daha az aktif paya sahip portföy yöneticileri, gizli endeksçilerdir. Yani portföyleri, karşılaştırma endeksine çok benzer. % 80 veya daha fazla aktif paya sahip bir portföy, endeksten gerçekten farklı bir portföydür.

Cremers ve Petajisto, 1980'den 2003'e kadar yerli sermaye

yatırım fonlarının aktif payını hesapladı. Aktif payı büyüklük, giderler, devir hızları ve performans dahil olmak üzere fonun özellikleriyle ilişkilendirdiler. Ne keşfettiler? Aktif pay, fon performansını öngörür. En yüksek aktif paya sahip yatırım fonları, yani endeksten en farklı fonlar, karşılaştırma ölçütlerinden önemli ölçüde daha iyi performans gösterirken; en düşük aktif paya sahip olanlar, karşılaştırma ölçütlerinin altında performans göstermiştir.

İlginç bir şekilde Cremers, 1980'de büyük ölçekli yatırım fonlarının % 50'sinin % 80 veya daha fazla aktif pay puanına sahip olduğunu belirtir. Yani yatırım fonlarının yarısının kendi kıyas ölçütlerinden önemli ölçüde farklı bir portföyü vardı. Bugün yatırım fonlarının sadece % 25'i gerçekten aktif kabul edilir. Cremers, "Hem yatırımcılar hem de fon yöneticileri kıyaslama ölçütü konusunda daha bilinçli hale geldi," diyor. "Bir yönetici olarak, (akran grubunuzun) en alt % 20 veya % 40'ında olmaktan kaçınmaya çalışırsınız. Bunu yapmanın en güvenli yolu, özellikle daha kısa dönemlerde değerlendirildiğinde, endekse sarılmaktır."[40]

Yatırımcılar alışageldik şekilde düşük performans gösteren yatırım fonlarından para aldıkları için, portföy yöneticileri portföylerini endekslere daha fazla benzer hale getirerek, endekse göre önemli ölçüde düşük performans gösterme olasılıklarını azaltırlar. Elbette öğrendiğimiz gibi, portföyünüz endekse ne kadar çok benzerse, onun üzerinde performans gösterme olasılığınız o kadar az olur. Küçük bir farkla da olsa kıstas endeksinden farklı bir portföye sahip bir portföy yöneticisinin aktif bir portföy yöneticisi olduğunu unutmamak gerekir. Geriye kalan tek soru şudur: Portföyünüz ne kadar aktiftir?

Gerçek Değer Ölçüsü

Graham ve Dodd Diyarı hakkındaki o meşhur konuşmasında Warren Buffett pek çok önemli şey söyledi ama hiçbiri şundan daha derin değildi: "Bir hisse senedinin fiyatı, Wall Street'teki en duygusal, en açgözlü veya en depresif kişilerden oluşan bir 'güruh'tan etkilenebildiğinde piyasanın her zaman rasyonel fiyatlar belirlediğini iddia etmek zordur. Aslında piyasa fiyatları sıklıkla mantıksızdır."[41]

Bizi nereye götüreceği belli olmaz. Fiyatların her zaman rasyonel olmadığı fikrini kabul edersek, o zaman onları kararların tek temeli gibi kullanma dar görüşlülüğünden kurtulmuş oluruz. Hisse fiyatının her şey olmadığı fikrini kabul edersek, asıl önemli olan konu için ufkumuzu genişletebiliriz: Dikkatli araştırma ve analiz. Tabii ki her zaman fiyatları bilmek isteriz, böylece değerinin altına düştükleri zaman bunu fark edebiliriz ancak artık bizi ciddi şekilde yanlış yöne götürebilecek bu tek boyutlu ölçüt ile boğulmamıza gerek yoktur.

Bu değişimi gerçekleştirmek kolay olmayacaktır. Tüm sektörümüz –para yöneticileri, kurumsal yatırımcılar ve her türden bireysel yatırımcılar– fiyatlar yüzünden miyoptur. Belirli bir hisse senedinin fiyatı yükseliyorsa iyi şeylerin olduğunu varsayarlar; fiyat düşmeye başlarsa da kötü şeyler olduğunu düşünürler ve buna göre hareket ederler.

Bu, zayıf bir zihinsel alışkanlıktır ama bir de fiyat performansını kısa zaman dilimleri için değerlendirince daha da beter olur. Buffett'a göre, sadece yanlış şeye (fiyata) bağlanmakla kalmıyor, aynı zamanda ona çok sık bakıyoruz ve gördüklerimizi beğenmediğimizde atlamak için çok hızlı davranıyoruz.

Bu çifte aptallık –fiyata dayalı, kısa vadeli zihniyet– kusurlu bir düşünme biçimidir ve işimizin her aşamasında

kendini gösterir. Bazı insanları her gün, bazen her saat hisse senedi fiyatlarını kontrol etmeye yönlendiren şey budur. Milyarlarca doların sorumluluğunu taşıyan kurumsal yatırımcıların bir parmak şaklatmasıyla ânında alıp satmaya hazır olmasının nedeni budur. Yatırım fonlarının yöneticilerinin fon portföyündeki hisse senetlerini baş döndürücü oranlarda çalkalamasının nedeni budur: Asıl işlerinin bunu yapmak olduğunu sanırlar.

Şaşırtıcı bir şekilde, işler sallantılı görünmeye başladığında müşterilerini sakin kalmaya teşvik eden ilk kişiler de bu para yöneticileridir. Yola devam etmenin erdemini öven güven verici mektuplar gönderirler. Öyleyse neden önerdikleri şeyi kendileri uygulamazlar?

Yatırım fonlarının işleyişinde bu çelişkiyi gözlemlemek daha kolaydır çünkü eylemleri finansal basın tarafından çok ayrıntılı bir şekilde belgelenir ve incelenir. Çok fazla bilgiyle birlikte yatırım fonları çok tanıdık ve iyi anlaşılır olduğu için, yatırım fonlarının işleyişine bakarak fiyat temelli bir yaklaşımın ne kadar yanlış olduğuna dair çok şey öğrenebileceğimize inanıyorum.

Finans yazarı Joseph Nocera, yatırım fonu yöneticilerinin hissedarlara yapmalarını tavsiye ettikleri şey –yani "al ve tut"– ile yöneticilerin kendi portföylerinde gerçekte yaptıkları şey –yani "al-sat", "al-sat", "al-sat"– arasındaki tutarsızlıklara dikkat çekmişti. Bu çifte standartla ilgili kendi gözlemlerini pekiştiren Nocera, Morningstar'dan Don Phillips'in şu sözlerini aktarıyordu: "Fon endüstrisinin yaptıklarıyla, yatırımcılara yapmalarını söyledikleri şeyler arasında dağlar kadar fark vardır."[42]

Açıkça sorulacak soru şudur: Yatırımcılara satın alma ve tutma tavsiyesi verdikleri halde, yöneticiler neden her yıl çılgınca hisse alıp satarlar? "Nedeni şudur," der Nocera, "fon endüstrisinin iç dinamikleri fon yöneticilerinin kısa vadenin

ötesine bakmasını neredeyse imkânsız hale getiriyor."[43] Neden mi? Çünkü yatırım fonları işi, en iyi performansa sahip olanın tamamen fiyatla ölçüldüğü kısa vadeli anlamsız bir oyuna dönüşmüştür.

Bugün, portföy yöneticileri üzerinde göz alıcı kısa vadeli performans rakamları oluşturmaları için önemli bir baskı vardır. Bu rakamlar büyük ilgi görür. Her üç ayda bir *Wall Street Journal* ve *Barron's* gibi önde gelen yayın organları, yatırım fonlarının üç aylık performans sıralamasını yayımlar. Son üç ayda en iyi sonucu veren fonlar, listenin en üstüne taşınır; televizyonda ve gazetelerde finansal yorumcular tarafından övülür. Ayrıca bu fonların sahipleri kendilerini tebrik eden reklamlar ve tanıtım yazıları yayımlayarak alelacele yeni yatırımcılar çekmeye çalışırlar. Yatırımcılar, hangi fon yöneticilerinin güya formunda olduğunu görmek için bu listelerin üzerine atlarlar. Nitekim üstün beceriye sahip yöneticileri vasat olanlardan ayırmak için üç aylık performans sıralamaları giderek daha fazla kullanılmaktadır.

Bu durum yatırım fonlarında son derece açık olmakla birlikte onlarla sınırlı da değildir. Bu düşünce tarzı bütün yatırım dünyasını etkisi altına almış durumdadır. Artık yöneticilerin uzun vadede ölçüldüğü bir ortamda değiliz. Kendi kendinin yöneticisi olan insanlar bile bu ortamın sağlıksız ayrıntılarından etkilenir. Birçok yönden, düşük performansı garantileyen bir pazarlama makinesinin kölesi olmuş durumdayız.

Bu kısır döngüden sanki hiçbir çıkış yolu yok gibi görünüyor. Ancak daha önce öğrendiğimiz gibi, elbette yatırım performansını iyileştirmenin bir yolu vardır. Yapmamız gereken, performansı ölçmenin daha iyi bir yolunu bulmaktır. Son derece ironiktir ki zaman içinde ortalamanın üzerinde getiri sağlama olasılığı en yüksek olan strateji, performans değerlendirme şeklimizle uyumsuz görünmektedir.

1986'da, Columbia Üniversitesi İşletme Fakültesi mezunu ve U. S. Trust'ta portföy yöneticisi olan V. Eugene Shahan, Buffett'ın "Graham ve Dodd Diyarı'nın Süper Yatırımcıları" adlı makalesine bir devam yazısı yazdı. "Kısa Vadeli Performans ve Değer Yatırımı Birbirini Dışlar mı?" başlıklı makalesinde Shahan, şu anda sorduğumuz soruyu ele aldı: Bir para yöneticisinin becerisini kısa vadede ölçmek ne kadar uygundur?

Buffett haricinde, Buffett'ın "Süper Yatırımcılar" olarak tanımladığı inkâr edilemeyecek kadar yetenekli, son derece başarılı pek çok kişinin kısa vadede birçok düşük performanslı dönem geçirdiklerini belirtti. Kaplumbağa ve tavşan hikâyesinin para yönetimi versiyonuyla ilgili Shahan şu yorumda bulunmuştu: "Esasen kısa vadeli performansla ilgilenen yatırımcıların kısa vadede çok iyi kazanırken, uzun vadedeki sonuçları feda etmesi de hayatın bir başka ironisidir. Graham ve Dodd Diyarı'nın Süper Yatırımcıları bu olağanüstü başarıları kısa vadeli performansa karşı gözle görülür bir kayıtsızlıkla sağladılar."[44] Shahan, bugünkü yatırım fonu performans derbisinde Graham ve Dodd Diyarı'nın Süper Yatırımcıları'nın göz ardı edilmiş olabileceğini söylüyor. Aynı şey Buffett Diyarı'nın Süper Yatırımcıları için de geçerlidir.

On sekiz yıl boyunca Chest Fund'ı yöneten John Maynard Keynes, bu sürenin üçte birini piyasanın altında bir performansla tamamladı. Doğrusunu söylemek gerekirse, fonu yönettiği ilk üç yıl piyasanın altında performans gösterdi ki bu da onu piyasanın 18 puan gerisinde bıraktı.

Sequoia Fonu'nda da hikâye buna benzerdir. Puanlandırma döneminde Sequoia, zamanın % 37'sini piyasanın altında bir performansla geçirmiştir. Ruane de Keynes gibi rüştünü ispatlamakta zorluk çekmişti. "Yıllar içinde," diye itiraf ediyordu, "zaman zaman Düşük Performans Krallığını kimseye kaptırmadık. 1970'in ortalarında Sequoia Fonu'nu başlatırken vizyonumuz bulanıktı. Tam dört yıl boyunca S&P'nin al-

tında kalmak bize Çin işkencesi gibi geldi." 1974'ün sonunda Sequoia piyasanın % 36 gerisindeydi. "Masanın altına saklandık, telefonlara cevap vermedik ve fırtına diner mi diye bekledik."[45] Elbette fırtına dindi. Başlangıçtan sonraki yedi yılın ardından Sequoia, S&P 500 endeksinin % 60'ına karşılık % 220 kazanmıştı.

Charlie Munger bile odaklı yatırımın kaçınılmaz darbelerinden nasibini almıştı. Charlie, on dört yıl boyunca, zamanın % 36'sını düşük performansla geçirdi. Diğer odaklı yatırımcılar gibi, kısa vadede şanssızlıklar yaşadı. 1972 ile 1974 arasında Munger, piyasanın % 37 gerisinde kaldı. On yedi yılı aşkın süre boyunca Lou Simpson zamanın % 24'ünü piyasanın gerisinde performansla geçirdi. Bir yıllık bir dönem içinde gösterdiği en kötü göreceli performans ile piyasanın 15 puan gerisinde kaldı.

Bu arada, üç bin odaklı portföyden oluşan çalışmamızın analizinde de aynı performans trendlerini gördük. On yıllık dönemde piyasayı yenen sekiz yüz sekiz portföyün şaşırtıcı şekilde % 95'i üç, dört, beş ve hatta altı yıl gibi uzun süreli düşük performans dönemleri geçirdiler.

Keynes, Munger, Ruane veya Simpson, kariyerlerine sadece bir yıllık performans değerinin görülebildiği günümüz ortamında başlayan çaylak yöneticiler olsalardı onlara ne olurdu sizce?

Peki, odaklı strateji kullanmanın düşük performans dönemleriyle sonuçlanacağı argümanını takiben, ölçüt olarak sadece fiyat performansını kullanırsak, kötü bir yıl (hatta üç yıl) geçiren ancak uzun vadede iyi iş çıkaracak çok parlak bir yatırımcıyla mı, yoksa iyi odaklanmış bir yatırımcı vasfını taşımayan bir yöneticiyle mi karşı karşıya olduğumuzu nasıl anlayacağız?

Warren Buffett'ın ne söyleyebileceğini tahmin edebiliriz. Ona göre hikâyenin mesajı açıktır: Fiyatı tek ölçüt olarak

kullanma konusundaki ısrarımızı bırakmalı ve kısa vadeli yargılarda bulunma alışkanlığının getireceği ters etkilerden sıyrılmalıyız.

Fakat fiyat ölçüt olmayacaksa onun yerine ne kullanacağız? "Hiçbir şey", iyi bir cevap değildir. "Al ve tut" tarzı stratejistler bile gözlerinizi kapalı tutmanızı tavsiye etmez. Performansı ölçmek için başka bir kıstas bulmalıyız. Neyse ki bir tane var ve Buffett hem kendi performansını hem de Berkshire Hathaway'deki işlem birimlerinin performansını bu kıstasla ölçer.

Warren Buffett bir keresinde, "borsanın bir veya iki yıllığına kapanmasının umurunda olmayacağını" söylemişti. "Ne de olsa cumartesi ve pazar günleri kapanıyor ve bu beni henüz rahatsız etmedi."[46] Buffett, "aktif ticaret yapan bir piyasanın yararlı olduğunu, çünkü bize periyodik olarak ağız sulandıran fırsatlar sunduğunu" söylüyordu. "Ama hiçbir şekilde şart değildir."[47]

Bu ifadeyi tam olarak anlamak için, Buffett'ın bundan sonra ne dediğini dikkatlice düşünmeniz gerekir. "Elimizdeki menkul kıymetlerin alım ve satımının uzun süre askıya alınması, bizi [Berkshire'ın tamamına sahip olduğu yan kuruluşlar] için günlük kotasyon eksikliği kadar rahatsız etmeyecektir. Nihayetinde ekonomik kaderimizi, ortaklığımız kısmi (hisse senedi şeklinde) veya tam olsun, sahip olduğumuz işletmenin ekonomik kaderi belirleyecektir."[48]

Bir işletmeye sahip olsaydınız ve performansınızı ölçmek için günlük kotasyonlar olmasaydı, ilerlemenizi nasıl belirlerdiniz? Muhtemelen kazançlardaki büyümeyi, sermaye getirisindeki artışı veya işletme marjlarındaki gelişmeyi ölçerdiniz. Yatırımınızın değerini artırıp artırmadığınızı öğrenmek için işletme ekonomisine kulak verirdiniz. Buffett'a göre, halka açık bir şirketin performansını ölçmeye yönelik turnusol testi de bundan farklı değildir. Buffett bunu, "Char-

lie ve ben, pazarlanabilir hisse senetlerimizin, yatırımlarımızın başarılı olup olmadığını günlük, hatta yıllık fiyat tekliflerinden değil, işletme verilerinden öğrendik," diye açıklar. "Piyasa, işletme başarısını bir süreliğine görmezden gelebilir ancak bunu eninde sonunda doğrulayacaktır."[49]

Ancak doğru şirketleri seçtiğimiz için bizi ödüllendirme konusunda piyasaya güvenebilir miyiz? Bir şirketin işletme kazancı ile hisse fiyatı arasında, önemli ölçüde güçlü bir korelasyon kurabilir miyiz? Bize uygun zaman ufku verilirse cevap "evet" gibi görünüyor.

On iki bin firmadan oluşan çalışma grubumuzu kullanarak fiyat ve kazancın ne kadar yakından bağlantılı olduğunu belirlemek üzere yola çıktığımızda, zaman dilimi ne kadar uzunsa korelasyonun o kadar güçlü olduğunu gördük. Üç yıl tutulan hisse senetlerinde hisse senedi fiyatı ile işletme kazancı arasındaki korelasyon derecesi .131 ila .360 arasında değişiyordu. (.360'lık bir korelasyon fiyattaki değişimin % 36'sının kazançlardaki değişimden kaynaklandığı anlamına gelir.) Beş yıl boyunca tutulan hisse senetlerinde korelasyon .374 ila .599 arasında değişiyordu. On yıllık elde tutma süresinde, kazanç ve hisse senedi fiyatı arasındaki korelasyon .593 ila .695 arasında değişiyordu.

Bu da Buffett'ın, yeterli zaman verildiğinde, bir şirketin fiyatının şirketin ekonomik durumuyla uyumlu olacağı tezini doğruluyor. Ancak Buffet, kazançların hisse fiyatına çevrilmesinin hem "arızalı" hem de "tahmin edilemez" olduğuna dikkat çeker. Kazanç ve fiyat arasındaki ilişki zamanla güçlense de bu, her zaman öngörülebilir değildir. Buffett, "Piyasa değerleri iş değerlerini uzun süre iyi takip ederken," diye uyarır, "herhangi bir yılda ilişki beklenmedik bir şekilde değişebilir."[50] Ben Graham da bize aynı dersi vermişti: "Piyasa kısa vadede bir oylama makinesidir ancak uzun vadede kantar gibidir."[51]

Çeşitli Ölçütler

Açıktır ki Buffett, piyasaya zaten doğru olduğuna inandığı şeyi onaylatmak için acele etmiyor. "Dahası, bir işletmenin başarısının kabul edilme hızı, şirketin içsel değeri tatmin edici bir oranda arttığı sürece o kadar da önemli değildir," der. "Aslında, gecikmiş kabul bir avantaj olabilir: Bu, size daha uygun fiyata daha iyi bir şey satın alma şansı verebilir."[52]

Hissedarların Berkshire Hathaway'in büyük hisse senedi yatırımlarının değerini takdir etmesini sağlamak için Buffett, *gözden geçirilmiş* kazanç terimini ortaya atmıştı. Berkshire'ın gözden geçirilmiş kazançları, konsolide işletmelerinin (iştiraklerinin) işletme kazançlarından, büyük hisse senedi yatırımlarının birikmiş kazançlarından ve birikmiş kazançlar gerçekte ödenmiş olsaydı Berkshire'ın ödemek zorunda kalacağı vergi ödeneğinden oluşur.

Gözden geçirilmiş kazanç kavramı, başlangıçta Berkshire'ın hissedarları için tasarlandı ancak zaman zaman olacağı gibi, hisse fiyatları altta yatan ekonomik gerçeklerden uzaklaştığında portföylerinin değerini anlamanın bir yolunu arayan odaklı yatırımcılar için önemli parametre haline geldi. Buffett, "Her yatırımcının hedefi, ona bundan on yıl kadar sonra mümkün olan en yüksek gözden geçirilmiş kazançları sağlayacak bir portföy (bir bakıma şirket) oluşturmak olmalıdır," der.[53]

Buffett'a göre, 1965'ten (Buffett'ın, Berkshire Hathaway'in kontrolünü ele geçirdiği yıl) beri, şirketin gözden geçirilmiş kazançları, menkul kıymetlerinin piyasa değeriyle hemen hemen aynı oranda arttı. Bununla birlikte, ikisi hep eşzamanlı hareket etmedi. Birçok durumda kazançlar fiyatların önüne geçti; bazen de fiyatlar kazançların çok ilerisine gitti. Asıl hatırlanması gereken şey, ilişkinin zamanla geliştiğidir. "Bu tür bir yaklaşım," der Buffett, "yatırımcıyı kısa vadeli pi-

yasa beklentileri yerine uzun vadeli iş beklentileri hakkında düşünmeye zorlayacak, bu da sonuçları muhtemelen iyileştirecek bir perspektif olacaktır."[54]

Buffett bir yatırım yapmayı düşündüğünde, yeni satın almanın daha iyi olup olmadığını görmek için önce sahip olduğu şeylere bakar. Berkshire'ın bugün sahip olduğu şey, olası kazanımları karşılaştırmak için kullanılan ekonomik bir ölçüttür. Charlie Munger, "Buffett'ın söylediği, neredeyse her yatırımcı için çok faydalı bir şeydir," diye vurgular. "Sıradan bir bireyin en iyi ölçütü, halihazırda sahip olduklarıdır." Bundan sonrası, bir portföyün değerini artırmanın en kritik ancak genelde gözden kaçan sırlarından biridir. Charlie, "Satın almayı düşündüğünüz yeni şey zaten mevcut olandan daha iyi değilse, o zaman alım eşiğinize ulaşmamış demektir," der. "Bu değerlendirmeyle, gördüklerinizin % 99'unu eleyebilirsiniz."[55]

Şu anda sahip olduklarınız size ekonomik bir ölçüt verir. Kendi kişisel ekonomik ölçütünüzü gözden geçirilmiş kazançlar, özsermaye getirisi, güvenlik marjı gibi birkaç farklı kavramla tanımlayabilirsiniz. Portföyünüzdeki bir şirketin hisselerini satın aldığınızda veya sattığınızda, ekonomik ölçütünüzü yükseltmiş ya da düşürmüş olursunuz. Uzun vadeli menkul kıymetlere sahip olan ve gelecekte hisse senedi fiyatlarının nihayetinde gerçek ekonomik değerle eşleşeceğine inanan bir portföy yöneticisinin işi, ölçütünü yükseltmenin yollarını bulmaktır.

Geriye çekilip bir an düşünürseniz, S&P 500 endeksi bir ölçüttür. 500 şirketten oluşur ve her birinin kendi ekonomik getirisi vardır. Zaman içinde S&P 500 endeksinden daha iyi performans göstermek için –yani ölçütü yükseltmek için– endeksin ağırlıklı ortalama ekonomisinden daha üstün ekonomiye sahip bir şirket portföyü oluşturmak ve yönetmek gerekir.

Buffett, "İş olanakları evrenim, mesela Omaha'daki özel şirketlerle sınırlı olsaydı, önce her işletmenin uzun vadeli ekonomik özelliklerini değerlendirmeye çalışırdım," diyor. "İkinci olarak, yürütmeden sorumlu kişilerin kalitesini değerlendirirdim ve üçüncüsü, makul bir fiyata en iyi şirketlerden birkaçının hisselerini satın almaya çalışırdım. Tabii ki yöredeki her şirketten eşit miktarda hisse almazdım. Öyleyse Berkshire, daha geniş bir halka açık şirketler evreninde çalışırken neden farklı bir yaklaşım benimsesin? Harika şirketler ve seçkin yöneticiler bulmak çok zor olduğuna göre, kendini ispatlamış ürünleri neden elden çıkaralım? Mottomuz şudur: İlkinde başardıysan uğraşmaktan vazgeç."[56]

Odaklı yatırım, kesinlikle uzun vadeli bir yatırım yaklaşımdır. Buffett'a ideal elde tutma süresini soracak olsanız, "Sonsuza kadar," cevabını verecektir; tabii ki şirket ortalamanın üzerinde ekonomik gelir üretmeye ve yönetim şirketin kazançlarını rasyonel bir şekilde paylaştırmaya devam ettiği sürece. "Hareketsiz kalmak çarpıcı düzeyde akıllıca bir davranıştır," diye açıklar. "Federal Rezerv'in iskonto oranında küçük bir hareketlilik öngördük ya da Wall Street'teki birtakım uzmanlar piyasa hakkındaki yaklaşımlarını değiştirdi diye biz veya birçok şirket yöneticisi, çok iyi kâr getiren şirketlerimizi hemen telaşla elden çıkaracak değiliz. Öyleyse harika şirketlerdeki azınlık hisselerimize neden farklı davranacağız?"[57]

Elbette, elinizde kötü bir şirket varsa satış yaparsınız. Aksi halde, uzun süre o alt düzey şirketin kötü ekonomik gidişatı sizi de etkiler. Ancak üstün bir şirketiniz varsa yapmak isteyeceğiniz son şey onu satmaktır.

Portföy yönetimine yönelik bu tembelce yaklaşım, hisse senetlerini sürekli aktif bir şekilde alıp satmaya alışkın olanlar için ilginç görünebilir ancak bunun ortalamanın üzerinde bir oranda artan sermayeye ek olarak iki önemli ekonomik

faydası vardır: İşlem maliyetlerini düşürür ve vergi sonrası getirileri artırır. Her bir avantaj kendi başına son derece değerlidir; birleşik faydaları da muazzamdır.

Üç bin altı yüz yerli hisse senedi fonu üzerinde yapılan bir incelemede, Chicago merkezli yatırım fonları araştırmacısı Morningstar, düşük devir hızına sahip fonların, yüksek devir hızına sahip fonlara kıyasla daha üstün getiri sağladığını saptamıştır. Morningstar araştırması, on yıllık bir süre içinde, devir hızı % 20'nin altında olan fonların, % 100'ün üzerinde devir hızına sahip fonlardan % 14 daha yüksek getiri sağlayabildiğini belirlemiştir.

Bu, kolayca göz ardı edilebilecek kadar aşikâr olan akıllıca dinamiklerden biridir. Yüksek devir hızlarında tüm bu alım satımlar aracılık maliyetleri nedeniyle net getirilerinizi düşürür.

Vergilendirilemeyen hesaplar haricinde, vergiler, yatırımcıların karşılaştığı en büyük giderlerdir. Aracılık komisyonlarından daha yüksektir ve genellikle fon işletme gider oranından da fazladır. Aslında vergiler, fonların düşük getiri elde etmesinin temel nedenlerinden biri haline gelmiştir. Para yöneticileri Robert Jeffrey ve Robert Arnott'a göre "bu, kötü haberdir". "Alfa'nız Vergilerini Karşılayacak Kadar Büyük mü?" adlı makaleleri oldukça itibarlı *Journal of Portfolio Management*'ta [Portföy Yönetimi Dergisi] yayımlanmıştır. Onlara göre iyi haber de "bu, tipik olarak gözden kaçan vergi sonuçlarını en aza indirebilecek ticari stratejilerin var olmasıdır."[58]

Özetle, temel strateji, çoğu zaman yeterince takdir edilmeyen başka bir sağduyu kavramıdır: Tahakkuk ettirilmemiş kazancın muazzam değeri. Bir hisse senedi, fiyatı yükseldiği ancak satılmadığı zaman değerindeki artış, tahakkuk etmemiş bir kazançtır. Hisse senedi satılıncaya kadar sermaye kazanç vergisi alınmaz. Kazancı yerinde bırakırsanız paranız daha güçlü artar.

Yatırımcılar bu tahakkuk etmemiş kazancın muazzam değerini genelde küçümserler. Buffett ise buna "Hazine'den faizsiz kredi" adını verir ve bunu açıklamak için her yıl fiyatı iki katına çıkan bir dolarlık yatırım yaptığınızı varsayar. Yatırımı ilk yılın sonunda satarsanız (% 34 vergi diliminde olduğunuzu varsayarak) 0,66 dolarlık net kazancınız olur. Diyelim ki 1,66 dolarla yeniden yatırım yapıyorsunuz ve ikinci yılın sonunda değeri ikiye katlanıyor. Yatırım her yıl ikiye katlanmaya devam ederse ve satmaya, vergiyi ödemeye ve gelirinizi yeniden yatırmaya devam ederseniz, yirmi yılın sonunda 13 bin dolar vergi öder ve 25 bin 200 dolar net kazanç elde edersiniz. Bunun yerine, her yıl ikiye katlanan ve yirmi yılın sonuna kadar satılmayan bir dolarlık bir yatırım yaparsanız, yaklaşık 356 bin dolar vergi öder ve 692 bin dolar net para kazanırsınız.

Jeffrey-Arnott çalışması, yüksek vergi sonrası getiri elde etmek için yatırımcıların ortalama yıllık portföy oranlarını % 0 ile 20 arasında bir yerde tutmaları gerektiği sonucuna varmıştır. Düşük devir hızları en çok hangi stratejilerden yarar görür? Düşük devir endeksi fonu bu yaklaşımlardan biridir. Bir diğeri de odaklı portföydür. Jeffrey ve Arnott, "Bu, kulağa evlilik öncesi danışmanlık tavsiyesi gibi geliyor ama," der, "aslında uzun süre birlikte yaşayabileceğiniz bir portföy oluşturmaya çalışmaktır."[59]

Bu bölümü bitirmeden önce odaklı yatırım yaklaşımının tam olarak ne gerektirdiği hakkında ciddi şekilde düşünmekte yarar vardır:

- Hisse senetlerine, öncelikle ve her zaman, şirketlerin kısmi mülkiyet hakları olarak bakmadığınız sürece piyasaya yaklaşmayın.
- Kimsenin size ait bir şirket hakkında sizden daha fazla şey bilmeyeceği düşüncesiyle, ortağı olduğunuz ve rekabet ettiğiniz şirketleri özenle incelemeye hazırlıklı olun.

- En az beş yıllık yatırım yapmayı düşünmüyorsanız (on yıl daha da iyi olur) odaklı bir portföy oluşturmayın.
- Odaklı portföyünüzde asla kaldıraç kullanmayın. Kaldıraçsız bir odaklı portföy, sizi hedeflerinize zaten yeterince hızlı ulaştıracaktır. Unutmayın: Sermayenizde beklenmedik bir teminat tamamlama çağrısı, iyi ayarlanmış bir portföyü mahvedebilir.
- Odaklı bir yatırımcı olmak için doğru mizaç ve kişiliğe sahip olmanız gerektiği gerçeğini kabul edin.

Odaklı yatırımcı olarak amacınız, işiniz hakkında Wall Street'te eşi benzeri olmayan bir anlayış düzeyine ulaşmaktır. Bunun gerçekçi olmadığını düşünebilirsiniz ancak Wall Street'in neye prim verdiğini düşünürseniz, sandığınız kadar zor olmayabilir. Wall Street, üç aylık periyotlarla neler olabileceğine odaklanarak kısa vadeli performans satar. Oysa şirket sahipleri, bunun aksine, sahip oldukları şirketlerin uzun vadeli rekabet avantajları ile daha fazla ilgilenirler. Şirketlerle çalışmaya istekliyseniz, muhtemelen hisse senetlerine sahip olduğunuz şirketler hakkında ortalama bir yatırımcıdan daha fazlasını öğreneceksiniz ki diğerlerine karşı avantaj elde etmek için ihtiyacınız olan tek şey budur.

Bazı yatırımcılar, yıllık raporları okumaktan ziyade "piyasanın ne yaptığı" konusunda gevezelik etmeyi tercih ederler. Ancak borsanın gelecekteki yönü ve faiz oranları hakkında ayaküstü bir sohbettense, yatırım yaptığınız şirketin yayımladığı son raporu okumak için otuz dakika harcamak çok daha kârlı olacaktır.

Bu çok mu zor sizce? Düşündüğünüzden daha kolay. Öğrenilecek bilgisayar programları veya anlamaya uğraşılacak tuğla gibi yatırım bankacılığı kılavuzları yoktur. Odaklanma yaklaşımıyla kâr elde etmek için, şirket değerleme konusunda işletme yüksek lisansına sahip bir otorite olmanız gerek-

mez. Bir işletmeyi değerlendirmenin ve ardından bu değerin altında bir bedelle hisselerini satın almanın bilimsel bir yanı yoktur.

Buffett, "Bunun için bilim insanı olmanıza gerek yok," diyerek itirafta bulunur. "Yatırım, 160 IQ'lu adamın 130 IQ'lu olanı yendiği bir oyun değildir. Yatırımcının beynini duygulardan arındırma yeteneği, beyninin büyüklüğünden daha önemlidir."[60] Hisse senedi piyasası ile nasıl etkileşim kuracağınız da dahil olmak üzere, yatırıma yaklaşım şeklinizi değiştirmek bazı duygusal ve psikolojik düzenlemeler gerektirir. Odaklı yatırımı destekleyen matematiksel argümanları tamamen kabul etseniz ve diğer birçok zeki insanın bununla başarıya ulaştığını görseniz bile, yine de duygusal anlamda tereddüt hissedebilirsiniz.

Bu işte anahtar, duyguları uygun perspektifte tutmaktır. Warren Buffett Tarzı'nın uygulanmasındaki temel psikolojiyi bir miktar anlarsanız bu çok daha kolay olacaktır. Bir sonraki bölümde işte buna değineceğiz.

6. Bölüm

Yatırım Psikolojisi

Warren Buffett'ın ilk hisse senedi yatırımı hem maddi hem de manevi açıdan tam bir hayal kırıklığıydı. Sanırım onu mazur görebiliriz çünkü sadece on bir yaşındaydı. 1. Bölüm'den Buffett ve kız kardeşi Doris'in birikimlerini bir araya getirdiklerini ve hisse başına 38,25 dolardan toplamda altı Cities Service Preferred hissesi satın aldıklarını hatırlayacaksınız. Birkaç ay sonrasında hisseler % 30 düşüşle 26,95 dolardan işlem görüyordu.

Buffett, o genç yaşta bile ödevini yapmış ve o zaman fiyat çizelgelerini analiz ederek babasının en sevdiği hisse senetlerinden birine yatırım yapmıştı. Ama bir de zarar ettiklerini düşünen kız kardeşi Doris vardı. Küçük kardeşinin, yatırımları konusunda onu taciz etmediği bir günü bile geçmiyordu. Cities Service Preferred toparlanarak yatırımları sağ salim kâra geçer geçmez Buffett hisselerini sattı ve daha sonra şirketin hisselerinin hisse başına 200 doların üzerine çıkmasını üzüntü ve şaşkınlıkla izledi.

Bu acı verici deneyime rağmen Buffett'ın borsadaki ilk eylemi tamamen zaman kaybı değildi. Çok önemli iki ders

almıştı. Birincisi, sabrın değeriydi. İkincisi, hisse senedi fiyatlarındaki kısa vadeli değişikliklerin gerçek değerle pek ilgisi yoktu ama verdiği duygusal rahatsızlık çok büyüktü. Bir sonraki bölümde, uzun vadeli yatırımlarda sabrın rolünü inceleyeceğiz. Şimdilik, hisse senedi fiyatlarındaki kısa vadeli değişikliklerin yatırımcı davranışları üzerindeki güçlü durdurucü etkisine bakacağız. Bu da bizi psikolojinin büyüleyici dünyasına götürecek.

Varoluşumuzda, parayla olan ilişkimiz kadar duygu yüklü yanımız az bulunur. Özellikle konu borsa olunca bu yönümüzün önemi daha da artar. İnsanların hisse senedi alımlarıyla ilgili kararlarını yönlendiren şeyler büyük çoğunlukla yalnızca insan davranış kalıplarıyla açıklanabilir. Ve tanımı gereği piyasa, tüm hisse senedi alıcıları tarafından alınan kararlar bütünü olduğundan, bunun tamamını psikolojik güçlerin yönettiğini söylemek abartı olmaz.

Psikoloji ve İktisadın Kesişimi

Bizi güdüleyen şeylerin neler olduğunu anlamaya çalışmak heyecan vericidir. Genelde soğuk rakamların ve ruhsuz verilerin hâkim olduğu varsayılan bir dünyanın, yatırımda bu kadar güçlü bir rol oynaması benim için özellikle ilgi çekicidir. Yatırım kararları söz konusu olduğunda davranışlarımız bazen kararsız, genellikle çelişkili ve yer yer de saçma olur.

Özellikle endişe verici olan ve tüm yatırımcıların kavraması gereken şey, insanların genellikle verdikleri kötü kararların farkında olmayışlarıdır. Piyasaları ve yatırımları tam olarak anlamak için artık kendi mantıksızlıklarımızı anlamamız gerektiğini biliyoruz. Yanlış yargıların psikolojisini incelemek, yatırımcı için bilanço ve gelir tablosunu incelemek kadar önemlidir.

Son yıllarda finans konularına insan davranışları çerçe-

vesinden bakmanın devrim niteliği taşıyan yeni bir yolu bulundu. İktisat ve psikolojinin bu karışımı "davranışsal finans" olarak adlandırıldı ve bu, üniversitelerin fildişi kulelerinden yavaş yavaş inerek yatırım uzmanları arasında geçen bilinçli sohbetlerin bir parçası haline geldi... Söz konusu yatırım uzmanları omuzlarının üzerinden bakarlarsa, gülümseyen Ben Graham'ın gölgesini göreceklerdir.

Huzurlarınızda Bay Piyasa

Yaygın bir şekilde finansal analizin babası olarak bilinen Ben Graham, matematiksel bir yol haritasıyla üç nesle borsada nasıl gezinileceğini öğretmişti. Ancak genellikle göz ardı edilen, Graham'ın psikoloji ve yatırım hakkındaki öğretileridir. *Security Analysis* ve *Akıllı Yatırımcı* kitaplarının her ikisinde de Graham, yatırımcıların duygularının borsa dalgalanmalarını nasıl tetiklediğine önemli ölçüde yer vermişti.

Graham, bir yatırımcının en büyük düşmanının borsa değil, kendisi olduğunu çözmüştü. Matematik, finans ve muhasebe alanlarında üstün yeteneklere sahip olsalar da duygularına hâkim olamayan insanlar yatırım süreçlerinden pek kazançlı çıkamıyorlardı.

En ünlü öğrencisi Warren Buffett'ın açıkladığı gibi, "Graham'ın yaklaşımının üç önemli ilkesi vardır." Birincisi, hisse senetlerine işletmeler olarak bakmaktır, bu da "size piyasadaki çoğu insandan tamamen farklı bir bakış açısı sağlar." İkincisi, "size rekabet avantajı sağlayan" güvenlik marjı kavramıdır. Üçüncüsü ise borsaya karşı gerçek bir yatırımcı tavrına sahip olmaktır. Buffett, "Böyle bir tavra sahipseniz, borsada faaliyet gösteren tüm insanların % 99'undan bir adım önde başlarsınız ve bu çok büyük bir avantajdır," der.[1]

Yatırımcı tavrı geliştirmek, piyasanın kaçınılmaz iniş çıkışlarına hem finansal hem de psikolojik açıdan hazırlıklı

olmaktır, der Graham. Bu, yalnızca piyasada bir durgunluk yaşanacağını entelektüel olarak bilmek değil, aynı zamanda uygun tepki vermek için gereken duygusal ağırlığa sahip olmaktır. Graham'a göre, bir yatırımcının ekonomik gerilemeye vereceği en uygun tepki, bir şirket sahibinin cazip olmayan fiyat teklif edildiğinde vereceği tepkiyle aynıdır: Görmezden gelmek. "Gerçek yatırımcı," der Graham, "hisselerini satmaya hemen hemen hiç zorlanamaz. Güncel fiyat kotasyonlarını da umursamayacak kadar özgürdür."[2]

Graham, tezini açıklamak için "Bay Piyasa" adında bir de mecazi karakter yaratmıştır. Bay Piyasa'nın meşhur hikâyesi, hisse senedi fiyatlarının periyodik olarak rasyonellikten nasıl ve neden ayrıldığına dair parlak bir derstir.

Varsayalım ki siz ve Bay Piyasa özel bir işte ortak oluyorsunuz. Bay Piyasa istisnasız her gün ya sizin hisselerinizi satın almak ya da kendi hisselerini size satmak amacıyla bir teklifle geliyor.

İkinizin de sahibi olduğunuz şirket, istikrarlı ekonomik özelliklere sahip, şanslı bir şirket. Ancak Bay Piyasa'nın teklifleri bunun dışında şeyler. Görüyorsunuz ki Bay Piyasa duygusal olarak dengesiz. Bazı günler neşeli oluyor ve yalnızca geleceğin parlak olacağını düşünüyor. Böyle günlerde, hisseleriniz için çok yüksek fiyatlar teklif ediyor. Bazen de Bay Piyasa'nın şevki kırılıyor ve önünde sorunlardan başka bir şey görmediği için çok düşük fiyatlar teklif ediyor.

Graham, Bay Piyasa'nın başka bir sevimli özelliği daha olduğunu söylüyor: Reddedilmeye aldırış etmiyor. Teklifleri bugün göz ardı edilse bile yarın yeni bir fiyatla geri geliyor. Graham, onun bilgeliğinden değil, cüzdanından yararlanmak gerektiği konusunda uyarıyor. Bay Piyasa aptalca bir ruh hali içinde çıkagelirse onu görmezden gelmekte veya ondan yararlanmakta özgürsünüz ancak etkisi altına girerseniz durum felaket olur.

Ben Graham'ın Bay Piyasa'yı yaratmasının üzerinden altmış yıldan fazla zaman geçti. Yine de Graham'ın uyardığı muhakeme hataları bizde de fazlasıyla bulunuyor. Yatırımcılar bugün de mantıksız davranıyor. Piyasaya bugün de korku ve hırs hâkim. Aptalca hatalar bugün de yapılıyor. Öyleyse iyi bir ticari muhakemenin yanı sıra yatırımcıların kendilerini Bay Piyasa'nın ortaya çıkardığı duygusal kasırgadan korumayı öğrenmeleri gerekiyor. Bunu yapmak için, finansın psikoloji ile kesiştiği noktada yer alan davranışsal finansa aşina olmalıyız.

Davranışsal Finans

Davranışsal finans, piyasa dengesizliklerini psikolojik teoriler kullanarak açıklamayı amaçlayan bir araştırma alanıdır. İnsanların kendi mali işleriyle uğraşırken sıklıkla aptalca hatalar ve mantıksız varsayımlar yaptıklarını gözlemleyen akademisyenler, insanların düşüncelerindeki mantıksızlıkları açıklamak üzere psikolojik kavramların derinliklerine inmeye başladılar. Nispeten yeni bir çalışma alanı olsa da öğrendiklerimiz büyüleyici ve akıllı yatırımcılar için son derece yararlı şeylerdir.

Aşırı Güven

Psikolojik araştırmalar, hatalı yargıların insanların genellikle aşırı özgüvenli olması nedeniyle ortaya çıktığını göstermiştir. Çok sayıda insana nasıl araba kullandıklarını sorarsanız, ezici bir çoğunluk ortalamanın üzerinde olduğunu söyleyecektir. Başka bir örnek: Doktorlar zatürreyi % 90 oranında doğru teşhis edebileceklerine inanırlar, oysa gerçekte sadece % 50 oranında haklıdırlar. Princeton Üniversitesi Woodrow Wilson Kamu ve Uluslararası İlişkiler Fakültesi'nde psiko-

loji ve halkla ilişkiler profesörü ve ekonomi alanında Nobel Ödülü sahibi Daniel Kahneman'a göre, "İnsanın inanması en zor şeylerden biri, zekâsının ortalamanın üzerinde olmadığıdır."[3] Oysa acı gerçek şudur ki herkes ortalamanın üstüne çıkamaz.

Kendine güven kötü bir şey değildir. Ancak aşırı güven başka bir konudur ve özellikle mali işlerimizde zarar verebilir. Kendine aşırı güvenen yatırımcılar sadece kendileri için aptalca kararlar vermekle kalmaz, aynı zamanda bir bütün olarak piyasa üzerinde güçlü etkiler yaparlar.

Yatırımcılar, kural olarak, herkesten daha akıllı olduklarına son derece inanırlar. Becerilerini ve bilgilerini abartma eğilimindedirler. Genellikle inandıklarını doğrulayan bilgilere güvenirler ve aksi yöndeki bilgileri göz ardı ederler. Ayrıca zihin, az bilinen bilgilerin peşine düşmek yerine, kolayca ulaşılan bilgileri değerlendirmeyi yeğler. Genellikle yatırımcılar ve para yöneticileri, daha iyi bilgiye sahip oldukları ve bu nedenle diğer yatırımcıları zekice alt ederek kâr edebilecekleri inancına sahiptir.

Bu kadar çok para yöneticisinin yanlış kararlar alması, ancak aşırı özgüvenle açıklanabilir. Topladıkları bilgilere çok fazla güvenir ve gerçekte olduklarından daha isabetli olduklarını düşünürler. Tüm oyuncular bilgilerinin doğru olduğunu ve başkalarının bilmediği şeyler bildiklerini düşününce sonuç itibarıyla çok büyük bir ticaret hacmi de oluşur.

Aşırı Tepkisellik

Davranışsal finans alanındaki en önemli isimlerden biri de yatırımcıların rasyonel davranışlarını sorgulamak amacıyla Cornell'den Chicago Üniversitesi'ne geçen davranış bilimi ve ekonomi profesörü Richard Thaler'dir. Thaler, insanların bir eğilimi fark ettiklerini düşünerek birkaç şans olayına çok

fazla önem atfettiklerini gösteren yakın tarihli birkaç araştırmaya işaret eder. Yatırımcılar, özellikle, aldıkları en son bilgilere bağlı kalma ve ondan çıkarım yapma eğilimindedirler. Böylece son kazanç raporu, akıllarında gelecekteki kazançların bir işareti haline gelir. Sonra başkalarının görmediklerini gördüklerine inanarak yüzeysel akıl yürütmeye dayalı hızlı kararlar alırlar.

Elbette burada aşırı güven iş başında olunca, insanlar verileri diğerlerinden daha net anladıklarına ve daha iyi yorumladıklarına inanırlar. Ama dahası vardır. Aşırı güven aşırı tepki ile şiddetlenir. Davranışçılar, insanların kötü haberlere aşırı tepki verme, iyi haberlere ise yavaş tepki verme eğiliminde olduklarını belirlemiştir. Psikologlar buna "aşırı tepkisellik" adını verir. Bu nedenle, kısa vadeli kazanç iyi değilse, hisse senedi fiyatları üzerinde kaçınılmaz etkisi olan tipik yatırımcıların tepkisi ani ve kötü düşünülmüş aşırı bir tepkidir. Thaler kısa vadede bu aşırı tepkiselliği yatırımcı "miyopluğu" (sadece yakını görmek anlamındaki tıbbi terim) olarak tanımlar ve çoğu yatırımcının aylık bildirim almasa daha iyi durumda olacağını söyler.

Aşırı tepki verme konusundaki fikirlerini açıklamak için Thaler basit bir analiz geliştirdi. New York Borsası'ndaki tüm hisse senetlerini alıp son beş yıllık performanslarına göre sıraladı. En iyi performans gösteren otuz beş şirketi (fiyatı en çok yükselenler) ve en kötü performans gösteren otuz beş şirketi (en çok düşenleri) ayırdı ve bu yetmiş hisse senedinden farazi portföyler yarattı. Daha sonra bu portföyleri, takip eden beş yıl boyunca elinde tuttu ve "kaybedenlerin", "kazananlardan" % 40 oranında daha iyi performans gösterdiğini tespit etti. Thaler, gerçek dünyada çok az yatırımcının bir fiyat düşüşünün ilk işaretlerini alır almaz aşırı tepki göstermemeyi başardığını söyler ve böylece kaybedenler başka yerlere yöneldiklerinden avantajlı duruma gelme şansını kaçırırlar.[4]

Aşırı tepki eğilimi bir kavram olarak bir süredir biliniyor. Ancak son birkaç yılda bu durum modern teknoloji yüzünden daha da kötü bir hal aldı. İnternet ve kablolu finans haber programlarının ortaya çıkmasından önce çoğu yatırımcı nadiren hisse senedi fiyatlarına bakıyordu. Her ayın sonunda aracılık bildirimlerini kontrol ediyor, üç ayda bir üç aylık sonuçları inceliyor ve yıl sonunda da yıllık performans tablolarına göz atıyorlardı.

Günümüzde iletişim teknolojisindeki gelişmelerle birlikte yatırımcılar borsaya sürekli bağlı kalabiliyor. Mobil cihazlar, insanlara araba veya trende yolculuk ederken bile portföylerini kontrol etme olanağı veriyor. Toplantılara gidip gelirken veya bir gişede beklerken bile performanslarını kontrol edebiliyorlar. Çevrimiçi aracı kurum sayfaları, portföyünüzün açılış zilinden bu yana nasıl performans gösterdiğini söyleyebiliyor. Bu sayfalar bir günlük, beş günlük, on günlük, aylık, üç aylık ve yıllık getirilerinizi takip edebilmenizi sağlıyor. Kısacası, yatırımcılar hisse senetlerinin fiyatlarını yirmi dört saatlik bir günün her saniyesinde kontrol edebiliyorlar.

Hisse senedi fiyatlarıyla sürekli haşır neşir olmak yatırımcılar için sağlıklı mıdır? Richard Thaler'in net bir cevabı var. Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu ve Harvard Üniversitesi John F. Kennedy Yönetim Fakültesi tarafından desteklenen Davranış Konferansı'nda sık sık konuşmalar yapıyor ve her zaman şu tavsiyeye yer veriyor: "Borsaya yatırım yaptıysanız gelen mektupları açmayın."[5] Buna ek olarak bizden de bir tavsiye: "Bilgisayarınızı, telefonunuzu veya başka cihazları her dakika kontrol etmeyin."

Kayıptan Kaçınma

Doris Buffett, Cities Service Preferred hisselerine yaptığı yatırım nedeniyle erkek kardeşinin başının etini yemekle, düşen hisse senedi fiyatlarından kaynaklanan rahatsızlığa katlanmanın ne kadar zor olduğunu açık bir şekilde göstermişti. Ama Doris'e çok da haksızlık etmeyelim. O da her gün milyonlarca yatırımcıyı etkileyen o duygusal durumdan mustaripti. Buna "kayıptan kaçınma" denir ve bence çoğu yatırımcının Warren Buffett yaklaşımını yatırıma başarılı bir şekilde uygulamasının önündeki en büyük engel budur.

Bu psikolojik durum, otuz beş yıl önce bu alandaki iki dev isim, bölümün başında tanıştığımız Nobel ödüllü Daniel Kahneman ve Stanford Üniversitesi'nde psikoloji profesörü olan Amos Tversky tarafından keşfedildi. Uzun süredir işbirliği içinde çalışan bu iki adam karar verme teorisiyle ilgileniyordu.

1979'da Kahneman ve Tversky, "Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Verme Üzerine bir Analiz" adında bir makale yazdılar. Bu makale daha sonraları iktisadın prestijli akademik dergisi *Econometrica*'nın en çok atıf alan makalesi olacaktı. Bu noktaya kadar, iktisatta dogma olarak kabul edilen teori, John von Neumann ve Oskar Morgenstern tarafından *Theory of Games and Economic Behavior* [Oyunlar Teorisi ve Ekonomik Davranış],* kitabıyla popüler hale gelen karar vermenin fayda teorisiydi. Fayda teorisi, alternatiflerin nasıl sunulduğunun karar verecek kişi açısından bir önem taşımadığını söylüyordu. Kişi için en önemli olan şey kendisi için en iyi olandı. Örneğin, % 65 kazanma ve % 35 kaybetme olasılığı veren bir oyunla karşılaştığında, fayda teorisini uygulayan kişi oynamalıydı çünkü oyundan beklenen toplam sonuç olumluydu.

* John von Neumann & Oskar Morgenstern, Princeton University Press, 1944.

Fayda teorisi matematiksel olarak sağlamdır. İdeal bir dünyada, mükemmel bir karar verme yaklaşımıdır. Ancak Kahneman ve Tversky iktisat değil, psikoloji eğitimi almışlardı ve bu konudan o kadar da emin değillerdi. Kariyerlerini, insanların hatalı yargılarını inceleyerek geçirmiş ve bireylerin kazanç ve kayıplara farklı önemler yüklediklerini görmüşlerdi. Fayda teorisine göre, değer, nihai varlığa atfedilir. Kahneman ve Tversky'nin beklenti teorisine göre değer, kazanç ve kayıplara ayrı ayrı atfedilir. Kahneman ve Tversky, insanların fayda teorisinin dikte ettiği gibi nihai servete bakmadıklarını, bunun yerine nihai servetlerine giden yolda artan kazanç ve kayıplara odaklandıklarını kanıtlamayı başardılar. Beklenti teorisinin en önemli keşfi, insanların kaybetmekten kaçındığının fark edilmesiydi. Kahneman ve Tversky, insanların aynı büyüklükteki kazanımlarda duydukları sevince oranla kayıplardan, iki ila iki buçuk kat daha fazla üzüntü duyduklarını matematiksel olarak kanıtlamayı başardılar.

Başka bir deyişle, bir kaybın acısı, bir kazanımın zevkinden çok daha büyüktü. Birçok deney, insanların bir negatifliğin üstesinden gelmek için iki kat daha fazla pozitifliğe ihtiyaç duyduklarını göstermiştir. Tamamen eşit oranlarla (50/50) girilen bahislerde çoğu insan, potansiyel kazanç potansiyel kaybın iki katı olmadığı sürece, hiçbir şeyi riske atmaz.

Buna "asimetrik kayıptan kaçınma" denir: Olumsuz şeylerin etkisi olumlu şeylerden daha fazladır ve bu, insan psikolojisinin temel bir parçasıdır. Borsaya uygulandığında, yatırımcılar, kazanan bir hisseye yatırım yapınca duydukları sevincin iki katı kadar üzüntüyü, yatırım yaptıkları hisse zarar edince hissederler. Kayıptan kaçınmanın yatırım kararları üzerindeki etkisi açık ve derindir. Hepimiz iyi kararlar aldığımıza inanmak isteriz. Olumlu düşüncemizi korumak adına, her şeyin tersine döneceğine dair belirsiz bir umutla,

kötü seçimleri çok uzun süre tutarız. Kaybeden hisselerimizi satmaz ve böylece başarısızlıklarımızla yüzleşmek durumunda kalmayız.

Bu kayıptan kaçınma hali, yatırımcıları gereğinden fazla temkinli kılar. Zaman ufku onlarca yıl olan 401 (k)* planlarına katılanlar, tahvil piyasasına yatırdıkları büyük miktarlarda parayı tutmaya devam ederler. Neden? Yalnızca, kaybetmeye karşı derin bir isteksizlik, bu kadar muhafazakâr davranmaya neden olabilir. Ancak kayıptan kaçınmak, kaybetmekte olan hisse senetlerini mantıksızca elinizde tutarak daha hızlı kaybetmenize neden olabilir. Hiç kimse hata yaptığını kabul etmek istemez. Ancak hatalı bir yatırımınızı satmazsanız, yeniden akıllıca yatırım yaparak kazanabileceğiniz potansiyel bir getiriden vazgeçmiş olursunuz.

Zihinsel Muhasebe

Richard Thaler, davranışsal finans alanında Kahneman ve Tversky'nin yanı sıra diğer birçok akademisyenle de yıllar boyunca çalışma ve işbirliği yapma şansına sahip oldu. Karar verme konusunda, birçoğu *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life* [Kazananların Laneti: İktisadi Yaşamın Paradoksları ve Anomalileri]** adlı popüler kitabında bulunan bazı makaleler yazdı. Bununla birlikte Thaler en çok Kaliforniya Üniversitesi'ne bağlı Los Angeles Anderson Yönetim Fakültesi davranışsal karar alma grubu profesörü ve eş başkanı Shlomo Benartzi ile birlikte yazdığı "Myopic Loss Aversion and the Equity Risk Premium" [Miyopik Kayıplardan Kaçınma ve Sermaye Risk Primi] başlıklı 1995 ta-

* ABD'de, İç Gelir Yasası'nın 401 (k) alt bölümünde tanımlanan, işveren tarafından desteklenen tanımlı katkı emeklilik hesabıdır. Çalışan finansmanı doğrudan maaş çekinden gelir ve işveren tarafından eşleştirilebilir. *–yhn*

** Richard Thaler, Free Press, 1992.

rihli makalesi ile tanındı. Thaler ve Benartzi, makalelerinde, Kahneman ve Tversky'nin beklenti teorisinde tanımlanan kayıptan kaçınma eğilimini ele aldı ve bunu doğrudan borsaya uyguladı.

Thaler ve Benartzi tek bir önemli sorunun cevabını arıyordu: Neden uzun vadeli düşünen biri, hisse senetlerinin tutarlı bir şekilde daha iyi performans gösterdiğini bildiği halde, hisse senedi yerine tahvil sahibi olmak istesin? Cevabın Kahneman ve Tversky'den gelen iki ana konsepte dayandığına inanıyorlardı. İlki, yukarıda bahsetmiş olduğumuz, kayıptan kaçınma idi. İkincisi, insanların finansal sonuçları kodlamak için kullandıkları yöntemleri tanımlayan, zihinsel muhasebe adı verilen davranışsal bir kavramdı. Bizi çevreleyen koşullar değiştikçe paraya bakış açımızı değiştirme huyumuzla ilgili bir kavramdı bu. Zihinsel olarak farklı "hesaplara" para yatırma eğilimindeyiz ve bu, onu kullanma konusunda ne düşündüğümüzü gösterir.

Basit bir örnekle anlatalım. Eşinizle dışarıda geçirdiğiniz bir akşamdan sonra eve yeni döndüğünüzü hayal edelim. Bakıcıya ödeme yapmak için cüzdanınıza uzanıyorsunuz ancak orada olduğunu düşündüğünüz 20 dolarlık banknotun olmadığını fark ediyorsunuz. Bunun üzerine bakıcıyı evine götürürken bir ATM'nin yanında duruyor ve 20 dolar daha çekiyorsunuz. Sonra ertesi gün ceketinizin cebinde ilk 20 dolarlık banknotu buluyorsunuz.

Siz de başkaları gibiyseniz neşeyle tepki verirsiniz. Ceketin içindeki 20 dolar, bulunmuş bir paradır. Her iki 20 dolar da kendi hesabınızdan gelmiş olsa da ve her ikisi için çok çalışmış olsanız da şimdi elinizde tuttuğunuz 20 dolarlık banknot, sahip olmayı beklemediğiniz bir paradır ve onu anlamsızca harcama konusunda kendinizi özgür hissedersiniz.

Richard Thaler bu kavramı göstermek için bir kez daha ilginç bir akademik deney yaptı. Çalışmasına iki grup insanla

başladı. İlk gruptaki kişilere nakit olarak 30 dolar verildi ve iki seçenekleri olduğu söylendi: (1) parayı cebe atıp uzaklaşmak veya (2) yazı tura oynayıp kazandıkları takdirde ekstra 9 dolar almak, kaybettikleri takdirde de 9 doları geri vermek. Çoğu (% 70), en azından 21 dolarlık havadan gelmiş bir parayla ayrılacaklarını düşündükleri için kumar oynamayı seçti. İkinci gruptakilere farklı iki seçenek teklif edildi: (1) yazı tura atarak kazanırlarsa 39 dolar, kaybederlerse 21 dolar almak veya (2) yazı tura olmadan 30 dolar alıp gitmek. Yarısından fazlası (% 57) kesin parayı almayı tercih etti. Her iki grup da aynı olasılıklarla, aynı miktarlarda paralar kazanacaklardı ancak durumları farklı algıladılar.[6]

Bunun anlamı açıktır: Nasıl yatırım yapmaya karar verdiğimiz ve bu yatırımları nasıl yönetmeyi seçtiğimizin para hakkında nasıl düşündüğümüzle büyük ilgisi vardır. Örneğin, insanların kötü performans gösteren hisse senetlerini satmamalarının bir başka nedeni olarak zihinsel muhasebe öne sürülmüştür: Zihnen, satış oluncaya kadar zararın gerçekleşmediğini düşünürler. Bu bize ayrıca risk toleransımız hakkında da bilgi verir: Bulduğumuz parayla risk alma olasılığımız çok daha yüksektir.

Miyopik Kayıptan Kaçınma

Thaler ve Benartzi'nin işi bitmemişti. Thaler, ilk olarak Nobel ödüllü Paul Samuelson tarafından ortaya atılan finansal bir bilmeceyi hatırlamıştı. 1963'te Samuelson bir meslektaşına, "% 50 olasılıkla 200 dolar kazanacak, % 50 olasılıkla da 100 dolar kaybedeceksin. Böyle bir bahse girer misin?" diye sormuştu. Samuelson'a göre, meslektaşı ilk teklifi geri çevirdi ancak daha sonra yeniden düşündü. Yüz kez oynar ve her bir sonucu izlemek zorunda kalmazsa oyunu seve seve oynayacağını söyledi. Oyunu yeni kurallar altında oynama isteği Thaler ve Benartzi'de bir fikir uyandırdı.

Samuelson'ın meslektaşı iki şartla bahsi kabul ediyordu: Oyunun zaman ufkunu uzatmak ve sonuçları görme sıklığını azaltmak. Bu gözlemi yatırıma aktaran Thaler ve Benartzi, yatırımcının, bir varlığı ne kadar uzun süre elinde tutarsa ve ne kadar seyrek gözden geçirirse yatırımı o kadar cazip bulacağı sonucuna vardı.

Geçmiş yatırım getirilerini analiz ederken, uzun vadeli getirilerin büyük çoğunluğunun tüm işlem aylarının yalnızca % 7'sinin bir sonucu olduğunu görüyoruz. Kalan % 93'ün geri dönüşü, ortalama olarak yaklaşık sıfıra denk gelir. Öyleyse performansı daha kısa aralıklarla değerlendirmeniz portföyünüzde kayıp görme olasılığınızı artırır. Portföyünüzü günlük kontrol ederseniz, kayıp görüp görmeme olasılığınız eşittir (50/50). Değerlendirme periyodunu bir aya çıkarırsanız oranlar pek değişmez.

Ancak portföyünüzü her gün kontrol etmezseniz günlük fiyat dalgalanmalarını izleme sıkıntısından kurtulursunuz; ne kadar uzun süre beklerseniz dalgalanma ile karşılaşma olasılığınız o kadar azalır ve bu nedenle seçimleriniz o kadar cazip görünür. Başka bir deyişle, bir yatırımcıyı duygusal kargaşaya sokan iki şey, kayıptan kaçınma ve sık değerlendirmesidir. Thaler ve Benartzi, uzağı görememe için kullanılan miyop terimini de katarak *miyopik kayıptan kaçınma* ifadesiyle hem kayıptan kaçınmayı hem de sıklığı yansıtmış oldular.

Ardından Thaler ve Benartzi ideal zaman çerçevesini belirlemeye çalıştı. Kısa dönemlerde hisse senedi fiyatlarının tahvil fiyatlarından çok daha değişken olduğunu biliyoruz. Hisse senedi fiyatlarındaki değişiklikleri ölçme periyodumuzu uzatırsak, hisse senedi getirilerinin standart sapmasının azalacağını da biliyoruz. Thaler ve Benartzi'nin bilmek istediği şey şuydu: Yatırımcıların, tahvillere karşı hisse senetlerinin miyopluk kayıplarına kayıtsız kalmaları için, hisse se-

netlerini performanslarını kontrol etmeden ne kadar süreyle tutmaları gerekirdi? Cevap: Bir yıl.

Thaler ve Benartzi zaman ufku bir saat, bir gün, bir hafta, bir ay, bir yıl, on yıl ve yüz yıl olan hisse senetlerinin getiri, standart sapma ve pozitif getiri olasılıklarını incelediler. Daha sonra Kahneman ve Tversky'nin kayıptan kaçınma faktörü 2'ye (fayda = fiyat artışı olasılığı - düşüş olasılığı × 2) dayalı basit bir fayda fonksiyonu kullandılar. Matematiğe göre, yatırımcının duygusal fayda faktörü, bir yıllık gözlemlenebilir bir süreye ulaşana kadar pozitif bir sayıya dönüşmedi. Warren Buffett'ın menkul kıymetler borsasının ticaret için yılda sadece bir kez açılması yönündeki önerisinin miyop kayıptan kaçınmaya dair psikolojik bulgulardan mı kaynaklandığını hep merak etmişimdir.

Thaler ve Benartzi, kayıptan kaçınma hakkında her konuştuğumuzda, geri dönüşlerin hesaplanma sıklığını da dikkate almamız gerektiğini savunurlar. Yatırımcıların, portföylerini sürekli daha kısa ve daha kısa dönemlerde değerlendirmeleri durumunda, dalgalı hisse senetlerine daha az ilgi duyacakları açıktır. Thaler ve Benartzi, "Kayıptan kaçınma, hayatın bir gerçeğidir," diye açıklıyorlardı. "Buna karşılık, değerlendirme sıklığı, en azından ilke olarak, değiştirilebilecek bir politika seçimidir."[8]

Sürü Psikolojisi

Yatırımcıları cezbeden bir diğer psikolojik tuzak, mantıklı olsun ya da olmasın, çoğunluğun yaptığını taklit etme eğilimidir. Buna "sürü psikolojisi yanılgısı" diyebiliriz.

Lemmingler, tundra bölgesine özgü küçük kemirgenlerdir ve toplu olarak denize yaptıkları göçle tanınırlar. Normal dönemlerde, lemmingler bahar göçü sırasında yiyecek ve yeni barınak arayışıyla hareket ederler. Ancak her üç ila

dört yılda bir tuhaf şeyler olur. Yüksek üreme ve düşük ölüm oranları nedeniyle popülasyonları artmaya başlar. Sayıları iyice artınca önce karanlıkta tuhaf hareketler yapmaya başlarlar. Sonra bu cüretkâr grup gün ışığında hareket etmeye başlar. Engellerle karşılaştıklarında panik benzeri bir reaksiyon göstererek yığılır ve sonra engelin içinden ya da üstünden geçerek devam ederler. Bu davranış yoğunlaştıkça lemmingler normalde kaçındıkları diğer hayvanlara meydan okumaya başlarlar. Pek çok lemming açlık, avcılar ve kazalar nedeniyle ölse de çoğu denize ulaşır. Ulaşanlar denize dalar ve yorgunluktan ölünceye kadar yüzerler.

Lemminglerin bu davranışı tam olarak anlaşılmamıştır. Zoologlar, kitlesel göçün yiyecek arzındaki değişiklikler veya stresli koşullar nedeniyle gerçekleştiğini düşünürler. Lemmingler arasındaki kalabalık ve rekabet, muhtemelen davranış değişikliğine neden olan hormonal bir değişime yol açar.

Neden yatırımcıların çoğu lemmingler gibi davranır? Buffett bunu anlamamız için Berkshire Hathaway'in 1985 yıllık raporunda Ben Graham'ın en sevdiği hikâyelerden birini paylaşmıştı:

> Cennete giden yolda ilerleyen bir petrol arayıcısı, Aziz Petrus tarafından kötü bir haberle karşılanmış. Aziz Petrus, "Cennete girme hakkına sahipsin," demiş, "ama gördüğün gibi petrolcüler bölümü dolu. Seni içeri almamızın bir yolu yok." Adam bir an düşündükten sonra içeridekilere sadece üç kelime söyleyip söyleyemeyeceğini sormuş. Aziz Petrus bunda bir sakınca görmemiş ve onay vermiş. Arayıcı elini ağzına götürmüş ve "Cehennemde petrol bulundu!" diye bağırmış. Cennetin kapıları derhal açılmış ve tüm petrolcüler dışarı fırlamış. Buna şaşıran Aziz Petrus, petrolcüye içeri girmesini ve rahatına bak-

masını söylemiş. Adam duraklamış. "Hayır," demiş, "sanırım diğer çocuklarla gitsem iyi olacak. Belki de söylentide gerçek payı vardır."

Buffett, yatırımcıları bu tuzaktan kurtarmak için, bize kalabalıkla birlikte güvenle hareket eden ve bağımsız düşünmeleri değil, standarda uyum sağlamaları takdir edilen profesyonel para yöneticilerini örnek veriyor. "Çoğu yönetici," diyordu, "zekice ama biraz aptalca gibi görünme ihtimali olan kararlar vermekten çekinir. Kişisel kazanç-kayıp oranları çok belirgindir. Alışılmadık bir kararları iyi sonuç verirse sırtları sıvazlanır ama kötü sonuç verirse çıkışlarını alırlar. Gidilmesi gereken yol, geleneksel açıdan başarısız olma yoludur. Lemmingslerin grup olarak kötü bir imajı olabilir ama hiçbir lemming tekil bir davranışı nedeniyle kınanmamıştır."[9]

Duygusal Tuzaklarla Baş Etmek

Para hakkındaki bu yaygın düşünme şekillerinin her biri, yatırımcılar için zararlı etkiler yaratır ancak bence en ciddi olanı, miyopik kayıptan kaçınmadır. Yatırımcıları Warren Buffett Tarzı'nı başarıyla uygulamaktan alıkoyan en büyük psikolojik engelin bu olduğuna inanıyorum. Neredeyse otuz yıllık meslek yaşamımda yatırımcıların, portföy yöneticilerinin, danışmanların ve büyük kurumsal fonların komite üyelerinin kayıpları içselleştirmede yaşadıkları zorlukların, bu kayıpları sık sık gözden geçirmeleri nedeniyle daha da şiddetlendiğini hep ilk elden gözlemledim. Bu psikolojik yükün üstesinden gelmek ancak çok azının başarabildiği bir şeydir.

Miyopik kayıptan kaçınma konusunda uzman olan Warren Buffett'ın aynı zamanda dünyanın en büyük yatırımcısı olması şaşırtıcı değildir. Buffett'ın uzun vadeli başarısının, şirketinin benzersiz yapısıyla çok ilgisi olduğuna her zaman inandım. Berkshire Hathaway'in portföyünde hem hisse se-

netleri hem de tamamen sahip olduğu şirketler vardır. Bu sayede Buffett, bu şirketlerin değerleri ile hisse senedi fiyatlarının nasıl ayrılmaz bir şekilde bağlantılı olduğunu ilk elden gözlemlemiştir. Her gün hisse senedi fiyatlarına bakmasına gerek yoktur çünkü doğru yatırımı yaptığına ikna olmak için piyasanın onayına ihtiyacı yoktur. Kendisi de "Değer hakkında zaten bildiklerimi bana söylemesi için hisse senedi fiyatlarına ihtiyacım yok," diye sıklıkla belirtir.

Bunun Buffett nezdinde ne anlama geldiğini görebilmek için 1988'de Berkshire'ın Coca-Cola Company'ye yaptığı bir milyar dolarlık yatırıma bakılabilir. O zamanlar bu, Berkshire'ın tekil bir hisse senedine yaptığı en büyük yatırımdı. Takip eden on yıl içinde Coca-Cola'nın hisse senedi fiyatı on kat artarken, S&P 500 endeksi üç kat arttı. Geriye dönüp baktığımızda, Coca-Cola'nın, bir yatırımcının yapabileceği en kolay yatırımlardan biri olduğunu düşünebiliriz. 1990'ların sonunda çok sayıda yatırım seminerine katıldım ve dinleyicilere her zaman, "Son on yılda kaçınız Coca-Cola hissesi aldınız?" diye sorardım. Hemen tüm eller havaya kalkardı. Sonra sorardım: "Peki Coca-Cola yatırımınızda Buffett ile aynı getiri oranını kaçınız elde ettiniz?" Dinleyiciler çekingen bir tavırla yavaşça ellerini indirirlerdi.

O zaman asıl soruyu sorardım: "Neden?" Dinleyiciler arasında bu kadar çok kişi Coca-Cola hissesi almışsa (aslında Buffett ile aynı yatırımı yapmışlardı) neden hiçbiri aynı getiriyi alamamıştı? Sanırım bunun yanıtı miyopik kayıptan kaçınmada yatıyor. On yıllık dönemde (1989–1998), Coca-Cola piyasayı geride bırakmakla kalmadı sadece altı yıl borsadan daha iyi performans gösterdi. Kayıptan kaçınma matematiğine göre, Coca-Cola'ya yatırım yapmanın duygusal getirisi nezdinde (altı olumlu duygusal birim – dört olumsuz duygusal birim = 2), Coca-Cola hissesi sahiplerinin, hisse senetlerinin piyasanın altında performans gösterdiği bir yıla girdiklerinde hemen satma kararı aldıklarını görebiliyorum. Buffett ne

yaptı? Önce Coca-Cola'nın ekonomik durumunu kontrol etti -hâlâ mükemmeldi- ve hisseleri tutmaya devam etti.

Ben Graham bize "hisse senetlerinin insanların umut, korku ve açgözlülük gibi huyları nedeniyle, çoğu zaman spekülasyon ve kumar etkisiyle her iki yönde de irrasyonel ve aşırı fiyat dalgalanmalarına maruz kaldığını" hatırlatmıştı.[10] Yatırımcıların piyasadaki iniş çıkışlara hazırlıklı olması gerektiğini söylüyordu. Hem psikolojik hem de finansal açıdan hazırlıklı olmayı kastediyordu. Yalnızca entelektüel olarak bir gerileme yaşanacağını bilmek değil, aynı zamanda uygun tepki vermek için gerekli duygusal araçlara da sahip olmak gerekiyordu.

Graham, "Anlamsız piyasa düşüşleri nedeniyle telaşa kapılan veya gereğinden fazla endişelenen yatırımcı, sahip olduğu temel avantajı yoktan yere temel bir dezavantaja dönüştürür," demişti. "Bu adam, hisse senetlerinde hiç piyasa kotasyonu olmasaydı daha iyi durumda olurdu çünkü o zaman başkalarının hatalı yargılarından kaynaklanan zihinsel ıstıraptan kurtulurdu."[11]

Ve Diğer Tarafta: Warren Buffett

Warren Buffett'ın yatırım yapma, hisse senetlerini şirket gibi düşünme ve odaklı portföy yönetme yaklaşımları, her yıl binlerce işletme öğrencisine öğretilen finansal teorilerle doğrudan çelişir. Bu finansal çerçevenin tamamına "modern portföy teorisi" denir. Fark edeceğimiz gibi, bu yatırım teorisi şirket sahipleri tarafından değil, fildişi kulelerindeki akademisyenler tarafından inşa edilmiştir. Bu, Buffett'ın, içinde oturmayı reddettiği entelektüel bir evdir. Buffett'ın doktrinlerine uyanlar, kısa sürede kendilerini yatırımcıların çoğunluğunun davranışlarından duygusal ve psikolojik olarak kopmuş bulacaklardır.

Harry Markowitz — Kovaryans

Mart 1952'de, Chicago Üniversitesi'nden yüksek lisans öğrencisi Harry Markowitz, *Journal of Finance*'te [Finans Dergisi] "Portfolio Selection" [Portföy Seçimi] başlıklı on dört sayfalık bir makale yayımladı.[12] Markowitz, fazlasıyla basit bir kavram olduğuna inandığı şeyi, getiri ve riskin ayrılmaz bir şekilde bağlantılı olduğunu açıkladı ve hiçbir yatırımcının ortalamanın üstünde bir risk üstlenmeden ortalamanın üzerinde kazanç elde edemeyeceği sonucunu destekleyen hesaplamaları sundu. Bugün bunun böyle olduğu tamamen açık bir şekilde görülüyor ancak portföylerin gelişigüzel oluşturulduğu 1950'lerde devrim niteliğinde bir keşifti. Bugün bu kısa makale, modern finansın başlangıcı olarak değerlendiriliyor.

Yedi yıl sonra Markowitz ilk kitabını yayımladı: *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments* [Portföy Seçimi: Yatırımların Etkin Çeşitlendirilmesi].* Artık dikkatini tüm portföyün riskliliğini ölçmeye vermişti ve birçoklarına göre Markowitz'in bilime en büyük katkısı da bu oldu. Bir grup hisse senedinin yönünü ölçmek için kullandığı yönteme "kovaryans" adını verdi. Buna göre hisse senetleri aynı yönde ne kadar çok hareket ederse, ekonomik değişimlerin onları aşağı çekme ihtimali de o kadar artıyordu. Aynı şekilde, riskli hisse senetlerinden oluşan bir portföy, tek tek hisse senedi fiyatları farklı yönlerde hareket ediyorsa aslında temkinli bir seçim olabilirdi. Markowitz, her iki durumda da en önemli şeyin çeşitlendirme olduğunu söylüyordu. Yatırımcılar için en akıllıca yolun, önce başa çıkabilecekleri risk düzeyini belirlemek ve ardından düşük kovaryanslı hisse senetlerinden oluşan, dengeli bir şekilde çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmak olduğu sonucuna varmıştı.

* Harry Markowitz, John Wiley & Sons, 1959

Eugene Fama — Etkin Piyasa

1965 yılında, Chicago Üniversitesi'nden Eugene Fama, borsa davranışına ilişkin kapsamlı bir teori öne süren "The Behavior of Stock Market Prices," [Borsa Fiyatlarının Davranışı] adlı doktora tezini *Journal of Business*'ta [İşletme Dergisi] yayımladı. Mesajı çok açıktı: Gelecekteki hisse senedi fiyatları hakkında tahminler yürütmek anlamsızdı çünkü piyasa çok etkindi. Etkin bir piyasada bilgi elde edildikçe pek çok akıllı insan bu bilgiyi fiyatların ânında ayarlanmasını sağlayacak şekilde agresif uygular, böylece fiyatlar ânında ayarlanır ve kimse piyasayı yenemezdi. Herhangi bir noktadaki fiyatlar, piyasadaki mevcut tüm bilgileri yansıtırdı. Piyasanın etkin olması da bu demekti.

Bill Sharpe — Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli

Markowitz'in makalesinin yayımlanmasından yaklaşık on yıl sonra, Bill Sharpe adlı genç bir doktora öğrencisi onunla portföy teorisi çalışmaları ve sayısız kovaryans gereksinimleri hakkında enine boyuna tartıştı. Ertesi yıl, 1963'te Sharpe'ın tezi yayımlandı: "A Simplified Model of Portfolio Analysis" [Portföy Analizinin Basitleştirilmiş bir Modeli]. Sharpe, Markowitz'in fikirlerine tamamen katıldığını söylüyor ancak daha basit bir yöntem öneriyordu. Tüm menkul kıymetlerin bazı temel faktörlerle ortak bir ilişkisi olduğunu savunuyordu ve bu nedenle yapılacak analiz, münferit bir menkul kıymetin temel faktöre göre oynaklığını ölçmekten ibaretti. Bu fiyat oynaklığı ölçüsüne de bir isim verdi: Beta faktörü.

Sharpe bir yıl sonra, verimli portföyler oluşturmaya yönelik tek faktörlü modelinin doğrudan bir uzantısı olan ve CAPM* adı verilen geniş kapsamlı bir kavramı daha tanıttı.

* Capital Asset Pricing Model: Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli. *-yhn*

CAPM, hisse senetlerinin iki ayrı risk taşıdığını söylüyordu. Birinci risk, Sharpe'ın *sistemik risk* adını verdiği, piyasada bulunma riskiydi. Sistemik risk "beta" idi ve çeşitlendirmeyle giderilemezdi. İkinci risk ise *sistemik olmayan risk* adı verilen ve şirketin ekonomik durumuna özgü olan riskti. Sistemik riskin aksine, sistemik olmayan risk, portföye farklı hisse senetleri eklenerek dağıtılabilirdi.

***

On yıllık bir süre içinde üç akademisyen; düzgün getiri-risk dengesinin çeşitlendirmeye bağlı olduğu fikriyle Markowitz, Etkin Piyasalar Hipotezi'yle Fama ve risk tanımıyla Sharpe, daha sonra "modern portföy teorisi" olarak adlandırılacak şeyin önemli unsurlarını tanımlamıştı. Böylece tarihte ilk kez, mali kaderimiz Wall Street veya Washington DC'de değil, hatta şirket sahiplerinin ellerinde bile değildi. Zaman geçtikçe finansal manzara, finans uzmanlarının nihayet kapılarını çaldığı bir grup üniversite profesörü tarafından tanımlanacaktı. Fildişi kulelerinden çıkmış ve şimdi modern finansın yeni başrahipleri haline gelmişlerdi.

Risk ve Çeşitlendirme Açısından Buffett

Şimdi Warren Buffett'a dönelim. Birkaç bin dolarla yatırım ortaklığı kurmuş ve bunu 25 milyon dolara çevirmişti. Yatırım ortaklığından elde ettiği kârla Berkshire Hathaway'in kontrolünü ele geçirmiş ve kısa sürede bir milyar doları aşacak bir net değere doğru hızla ilerliyordu. Bu yirmi beş yıl boyunca hisse senetlerinin kovaryansına, portföy getirisinin değişkenliğini azaltmaya yönelik stratejilere ya da -Tanrı korusun- borsanın etkin bir şekilde fiyatlandırıldığı fikrine çok az kafa yormuş, belki de hiç yormamıştı. Buffett risk kavramı hakkında derinlemesine düşünmüştü ancak yorumu,

akademisyenlerin şu anda risk hakkında söylediklerinden çok uzaktı.

Modern portföy teorisinde riskin hisse fiyatının oynaklığı ile tanımlandığını hatırlayın. Ancak Buffett hisse fiyatlarındaki düşüşü her zaman bir fırsat olarak görmüştü. Hatta, fiyatta bir düşüş, riski *azaltır*dı. Buffett, "Şirket sahipleri için -ve biz hissedarlar için- akademinin risk tanımı piyasadan çok uzaktır, öyle ki saçma sapan sonuçlar üretir," diyordu.[13]

Buffett'ın farklı bir risk tanımı vardır: Kâr veya zarar olasılığı. Ve bu, hisse senedinin fiyat davranışının değil, şirketin "içsel değer riski"nin bir faktörüdür. Buffett'a göre asıl risk, bir yatırımdan elde edilen vergi sonrası getirilerin "ona [yatırımcıya] en azından başlangıçta sahip olduğu kadar satın alma gücü ve bu ilk hisseye mütevazı bir getiri kazandırıp kazandırmayacağıdır."[14]

Buffett için risk, yatırımcının zaman ufkuyla ayrılmaz bir şekilde bağlantılıdır. Warren Buffett'ın risk hakkında düşünme şekli ile modern portföy teorisinin risk çerçevesi arasındaki en büyük fark, tek başına budur. Buffett, yarın satmak amacıyla bugün bir hisse senedi alırsanız, riskli bir işleme girmiş olduğunuzu söyler. İhtimaller yazı turadakinden daha iyi değildir. Yaklaşık yarı yarıya olasılıkla kaybedersiniz. Ancak mantıklı bir satın alma yaptığınızı varsayarsak, zaman ufkunuzu birkaç yıla çıkardığınızda, bunun riskli bir işlem olma olasılığı anlamlı bir şekilde azalır. Buffett, "Benden bu sabah Coca-Cola satın alma ve yarın sabah satma riskini değerlendirmemi isterseniz, bunun çok riskli bir işlem olduğunu söyleyebilirim," diyordu.[15] Ama Buffett'ın düşünce tarzına göre, bu sabah Coca-Cola satın almak ve on yıl boyunca elinde tutmak sıfır risk taşır.

Buffett'ın benzersiz risk görüşü, portföy çeşitlendirme stratejisini de yönlendirir. Burada da onun düşüncesi modern portföy teorisinin taban tabana zıddıdır. Teoriye göre,

geniş kapsamlı bir portföyün birincil faydasının, münferit hisse senetlerinin fiyat oynaklığını azaltmak olduğunu hatırlayın. Ancak Buffett gibi siz de kısa vadeli fiyat oynaklığından endişe duymuyorsanız, portföy çeşitliliğine de farklı bakarsınız.

Buffett, "Çeşitlendirme, cehalete karşı bir koruma görevi görüyor," diye açıklar. "Piyasaya göre, başınıza kötü bir şey gelmeyeceğinden emin olmak istiyorsanız her şeyi satın almalısınız. Bunda yanlış bir şey yoktur. Şirketleri nasıl analiz edeceğini bilmeyen biri için mükemmel bir yaklaşımdır bu." Modern portföy teorisi, bir şirkete nasıl değer biçeceği konusunda sınırlı bilgiye ve anlayışa sahip olan yatırımcıları birçok yönden korur. Ancak bu korumanın bir bedeli vardır. Buffett'a göre, modern portföy teorisi "size ortalamayı nasıl yakalayacağınızı söyler. Ama beşinci sınıfa kadar okumuş herkes zaten ortalama almayı bilir."[16]

Son olarak, eğer Etkin Piyasalar Hipotezi doğruysa, herhangi bir kişi veya grubun piyasadan daha iyi performans göstermesi ancak şans eseri mümkün olabilir ve aynı kişi veya grubun bunu sürekli yapma şansı kesinlikle yoktur. Yine de Buffett'ın son kırk sekiz yıldaki performans kayıtları, özellikle Buffett'ın liderliğini izleyerek pazarı yenmiş diğer zeki insanların deneyimleriyle birleştiğinde, bunun mümkün olduğunu hemen ilk bakışta kanıtlar. Etkin Piyasalar Hipotezi için bunun anlamı nedir?

Buffett'ın, Etkin Piyasalar Hipotezi ile ilgili problemi tek bir merkezi noktaya dayanır: Mevcut tüm bilgileri analiz eden ve bunu yaparak rekabet avantajı elde eden yatırımcılar için hiçbir şey söylemez. "Piyasanın sıklıkla etkin olduğu şeklindeki doğru gözlemi, piyasanın her zaman etkin olduğu şeklindeki yanlış sonuca vardırıyorlar. Bu önermeler gece ile gündüz kadar farklıdır."[17]

Ne var ki Etkin Piyasalar Hipotezi hâlâ işletme okulla-

rında din gibi öğretiliyor, bu da Warren Buffett'a sonu gelmez bir tatmin duygusu veriyor. Gözlemini, "Doğal olarak, Etkin Piyasalar Hipotezi'ni yutan öğrenciler ve saf yatırım uzmanları, bize ve Graham'ın diğer takipçilerine olağanüstü bir hizmet veriyor," diye alaycı bir şekilde dile getiriyor. "Finansal, zihinsel veya fiziksel tüm yarışmalarda, gayretin fayda etmeyeceği yönünde eğitim almış rakiplere sahip olmak muazzam bir avantajdır. Bencilce görülebilir ama Etkin Piyasalar Hipotezi'nin sürekli öğretilmesini sağlamak için kürsüler tahsis etmeliyiz."[18]

Bugün yatırımcılar entelektüel ve derin, duygusal bir dönüm noktasında sıkışmış durumdadırlar. Solda modern portföy teorisinin yolu yatıyor. Teorinin akademik makaleler, muntazam formüller ve Nobel ödülleriyle dolu elli yıllık bir geçmişi vardır. Teori, yatırımcıları mümkün olduğunca az fiyat oynaklığıyla A noktasından B noktasına götürmeyi ve böylece tümseklerle dolu bir yolculuğun duygusal acısını en aza indirmeyi amaçlıyor. Piyasanın etkin olduğuna, dolayısıyla da fiyat ve içsel değerin bir ve aynı olduğuna inandıkları için, modern portföy teorisinin taraftarları önce fiyata, daha sonra varlık değerine odaklanırlar. Bazen de bakmazlar bile.

Sağ tarafta, Warren Buffett ve diğer başarılı yatırımcıların izlediği yol yatıyor. Yaşam deneyimleri, basit aritmetik ve uzun vadeli hissedarlıklarla dolu elli yıllık bir tarih. Yatırımcıları A noktasından B noktasına sorunsuz bir kısa vadeli fiyat yolculuğu sağlayarak değil; ekonomik riske ayarlı, temelde içsel değeri maksimize etmeye çalışan bir yatırım yaklaşımı ile götürmeyi amaçlıyor. Buffett yaklaşımının savunucuları, pazarın her zaman etkin olduğuna inanmıyor. Bunun yerine, önce varlık değerlerine ve daha sonra fiyatlara odaklanıyorlar; bazen de bakmıyorlar bile.

***

Artık modern portföy teorisinin kavramlarını kabataslak da olsa bildiğinize göre, Buffett yaklaşımının sizi bu teorinin savunucularıyla nasıl karşı karşıya getireceğini kolayca görebilirsiniz. Modern portföy teorisyenleriyle yalnızca entelektüel anlamda çelişmeyecek, aynı zamanda hem okulda hem de iş hayatında onlara göre sayıca çok daha az olacaksınız. Warren Buffett Tarzı'nı benimsemek, sizi tamamen farklı yatırım yapan çok daha kalabalık bir orduyla karşı karşıya getirir. Göreceksiniz: Dışlanmış olmanın bazı duygusal zorlukları vardır.

Yirmi yılı aşkın süredir Warren Buffett hakkında yazıyorum. Bu süre zarfında, *Warren Buffett Tarzı*'nda ana hatlarıyla belirtilen metodolojiye şiddetle karşı çıkan kimseye rastlamadım. Bununla birlikte, Buffett'ın görüşlerine yürekten katılmalarına rağmen duygusal olarak bu dersleri uygulayamayan sayısız kişiyle tanıştım. Bulmacanın tam olarak anlaşılmamış bu parçasının, Buffett'ın başarısının tek ve en önemli anahtarı olduğuna inanıyorum. Kısaca söylersek: Warren Buffett akılcıdır, duygusal değil.

Psikoloji Neden Önemlidir?

Psikolog Daniel Kahneman, 2002'de "psikolojik araştırmalardan elde edilen bilgileri, özellikle de insan yargısı ve kesin durumlar altında karar verme ile ilgili olanları ekonomi bilimine entegre ettiği için" Nobel Ekonomi Ödülü'ne layık görüldü. Bu, davranışsal finansın, sermaye piyasalarını değerlendirmede yeni ve meşru bir güç olarak sahneye gelişinin ilk sinyaliydi. Bilgisayar programlarına ve kara kutulara rağmen, piyasaları düzenleyenler hâlâ insanlardır.

Duygular akıldan daha güçlüdür ve korku ile hırs, bir şirketin hisse senedi fiyatlarını içsel değerinin üstüne veya altına taşıyabilir. Buffett insanların hırs veya korkuya kapıldıkları zaman hisse senetlerini aptalca fiyatlara satabi-

leceklerini söyler. Kısa vadede, yatırımcı duyarlılığı -insan duyguları- hisse senedi fiyatları üzerinde bir şirketin temel özelliklerinden daha belirgin bir etkiye sahiptir.

Daha davranışsal finans diye bir şey yokken de Warren Buffett ve Charlie Munger gibi birkaç muhalif bu kavramı anlamış ve kabul etmişti. Charlie yüksek lisansın ardından Buffett ile birlikte iş dünyasına, aşırı mantıksızlığın devasa ve öngörülebilir kalıplarını bulmak üzere girdiklerine dikkat çekiyor.[19] Zamanlamayı tahmin etmekten değil, mantıksızlık meydana çıktığında bunun sonraki davranışlarda öngörülebilir kalıplara yol açtığı fikrinden bahsediyor.

Buffett ve Munger bir yana, yatırım profesyonellerinin çoğunluğu finans ve psikolojinin kesiştiği noktaya ancak oldukça geç bir zamanda ciddi ilgi göstermiştir. Yatırım söz konusu olduğunda, insanların davranışları ve dolayısıyla nihayetinde piyasa fiyatlarını etkilemesi bakımından duygular çok gerçektir. İnsan dinamiğini anlamanın kendi yatırımlarınızda neden bu kadar önemli olduğunu anlamışsınızdır eminim. Bu sayede (1) en yaygın hatalardan kaçınmanızı sağlayacak ilkelere sahip olursunuz, (2) zamanla başkalarının hatalarını fark edip onlardan kâr elde edebilirsiniz.

Hepimiz kişisel başarımızı etkileyebilecek bireysel yargı hatalarına açığızdır. Bin veya bir milyon insan yanlış karar verdiğinde bu toplu davranış, piyasada yıkıcı bir etki yapar. Bu durumda kalabalığı takip etme isteği o kadar güçlüdür ki, biriken kötü yargı, devamlı gücüne güç katar. Çalkantılı bir irrasyonel davranış denizinde, ancak rasyonel davranan çok az kişi hayatta kalabilir.

Aslında duygu kaynaklı yanlış yargıların tek panzehri, özellikle sabır ve sebatla, uzun vadede uygulanan rasyonelliktir. Sonraki bölümde de bundan bahsedeceğiz.

7. Bölüm

Sabrın Değeri

Leo Tolstoy, destansı başyapıtı *Savaş ve Barış*'ta şu derin tespiti yapmıştı: "Savaşçıların en güçlüsü zaman ve sabırdır." Elbette askeri bir bakış açısıyla konuşuyordu. Ancak bu fikir ekonomi için de pekâlâ geçerlidir ve sermaye piyasaları hakkında anlayışlarını derinleştirmek isteyenler için büyük değere sahiptir.

Tüm piyasa faaliyetleri bir zaman sürekliliğine dayanır. Soldan sağa doğru saliseler, dakikalar, saatler, günler, haftalar, aylar, yıllar ve on yıllar içinde gerçekleşen alım satım kararlarını gözlemleriz. Sınır çizgisinin tam nerede olduğu belirsizse de genellikle sol taraftaki (kısa vadeli) faaliyetlerin spekülasyon, sağ taraftaki (uzun vadeli) faaliyetlerin de yatırım olduğu kabul edilir. Fazla söze ne hacet: Warren Buffett sağda yerini almıştır; uzun vadede oldukça sabırlı ve rahattır.

Bu, şu soruyu akla getirir: Neden bu kadar çok insan, olabildiğince çabuk para kazanma düşüncesiyle sol tarafta çılgınca didinir durur? Açgözlülükten mi? Piyasanın psikolojisindeki değişiklikleri tahmin edebileceklerine dair yanlış bir kanaatten mi? Ya da son on yılda iki ayı piyasası ve bir

mali kriz yaşadıktan sonra, pozitif uzun vadeli yatırım getirisi elde etme olasılığına duydukları inancı kaybetmiş olabilirler mi? Doğrusunu söylemek gerekirse, üç sorunun cevabı da "evet"tir. Her biri ayrı sorun olsa da beni en çok rahatsız eden, sonuncusu; yani uzun vadeli yatırımlara duyulan güvensizliktir. Çünkü Warren Buffett Tarzı'nın merkezinde uzun vadeli yatırım vardır.

Uzun Vadeye Dair

Kısa ve uzun vadeli stratejileri karşılaştıran en ufuk açıcı çalışma, yirmi yılı aşkın bir süre önce John Bates Clark Madalyası sahibi, Harvard profesörü Andrei Shleifer ve Chicago Üniversitesi Booth Fakültesi'nde finans profesörü olan Robert Vishny tarafından kaleme alınmıştır. 1990'da Shleifer ve Vishny, *American Economic Review*'a [Amerikan Ekonomi İncelemesi] "The New Theory of the Firm: Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms." [Yeni Firma Teorisi: Yatırımcı ve Firmaların Kısa Vadede Dengesi] başlıklı bir araştırma makalesi yazdılar.[1] Makalede, kısa ve uzun vadeli arbitrajın maliyet, risk ve getirilerini karşılaştırdılar.

Arbitraj maliyeti, sermayenizin yatırıldığı süre miktarıdır; risk, sonuç üzerindeki belirsizlik miktarıdır; getiri ise yatırımdan kazanılan para miktarıdır. Kısa vadeli arbitrajda üç unsur da daha azdır. Uzun vadeli arbitrajda, sermayeniz daha uzun süreyle yatırımdadır, getirinin ne zaman gerçekleşeceği hakkındaki bilgi daha belirsizdir ancak getiriler daha yüksek olacaktır.

Shleifer ve Vishny'ye göre, "Denge durumunda, her varlıkta arbitrajdan beklenen net getiri aynı olmalıdır. Uzun vadeli varlıklardaki arbitraj, kısa vadeli varlıklardakinden daha pahalı olduğundan, net getirilerin eşit olması için ilkinin denge durumunda daha yüksek fiyatlandırılması gerekir."[2] Başka bir

deyişle, uzun vadeli arbitraj, kısa vadeli arbitrajdan daha pahalı olduğu için yatırım getirisi daha büyük olmalıdır.

Shleifer ve Vishny, hisse senetlerinin kısa vadeli arbitraj için kullanılabileceğine dikkat çeker. Örneğin, bilgiye dayalı arbitraj yapan kısa vadeli spekülatörler, bir devralma olasılığının, bir kazanç açıklamasının veya yanlış fiyatlandırmanın hızla ortadan kalkmasına neden olacak herhangi bir kamu duyurusunun sonuçlarına güvenerek kumar oynayabilirler. Hisse senedi fiyatı beklendiği gibi tepki vermezse bile, tacir çok az mali etkilenme ile pozisyondan hızla çıkabilir. Shleifer ve Vishny'nin düşünce zincirini takip edersek spekülatörün maliyeti minimumdur (sermaye kısa süreliğine yatırılır) ve risk küçüktür (sonucun belirsizliği hızla ortadan kalkar). Ancak getirisi de küçüktür.

Kısa vadeli arbitrajdan önemli getiri elde etmek için bu stratejinin tekrar tekrar kullanılması gerektiği unutulmamalıdır. Shleifer ve Vishny ayrıca, yatırım getirinizi bir spekülatörün alacağının ötesinde artırmak için, yatırım bedelini (paranızın yatırıldığı süre) artırmanın yanı sıra daha fazla riski (sonucun ne zaman alınacağına dair belirsizlik) göze almanız gerektiğini de söyler. Hem spekülatörler hem de yatırımcılar için kontrol edici değişken, zaman ufkudur. Spekülatörler kısa dönemlerde çalışır ve daha küçük getiriler alırlar. Yatırımcılar uzun vadeli dönemlerde faaliyet gösterir ve daha büyük getiri beklerler.

Bu bizi bir sonraki soruya götürür: Uzun vadeli arbitrajda hisse senedi satın alma ve elde tutmanın büyük getirileri gerçekten var mıdır? Verilere daha yakından bakmaya karar verdim.

1970 ile 2012 arasında bir yıllık, üç yıllık ve son beş yıllık getirileri (yalnızca fiyat) hesapladık. Bu kırk üç yıllık dönemde, S&P 500 endeksinde herhangi bir yılda iki katına çıkan ortalama hisse senedi oranı % 1,8'dir veya diğer bir deyişle,

beş yıllık nispi getirisinden bahsediyor. Ve yıllık büyümeyle nispi getirilerinin % 0,93'ü, yani beş yıllık nispi getirilerin sadece yarısı yıllık ikişer katlanıyor. Beş yıllık büyümeler ikişer katlandığında nispetin % 29,9'u, yani beş yıllık nispi getirilerin yaklaşık yüzde ellisi ikişer katlanıyor.

Örneğe ait sonuca geri dönelim. Hisse senedi satın alış anını referans alıp tüm zamanı gerçekten büyük getirileri var mıdır? Cevap tartışmasız "evet"tir. Beş yıllık bir ikişer katlamak size cazip gelmiyorsa bu, yıllık ortalama % 14,9'luk bir büyüyü getiriyor demektir.

Elbette bu araştırmanın değeri, yatırımcıların bir yıl içinde nispi nispi getirilerini ikişer katlama potansiyeline sahip olduğunu incelen zaman ortaya çıkıyor. Ancak açıkçası, nispi getiri açısından süreçlerimiz ve portföy yönetimi stratejilerimiz sağlamlığında yatar. Warren Buffett'ın bu ata tutarlıya belirtiği yatırım ilkelerimizi uygulayan ve büyük ölçüde nispi portföy stratejisinde sahip olan yatırımcıların, beş yılda ikişer katlanacak nispi getiriler artırma olmasında şaşırmamalıyız.

Finans teorisi, yatırımcıların yatırım fırsatlarından beklentilerini sürekli olarak ayarlayacağını söyler. Hisse senedinden gelecek ilave gelir yerine büyüme, ihraç ve değer azaltıcı politikalar uygulayan daha fazla sayıda yatırımcının olacağını söyleyebiliriz. Ancak sayısı artığında artırılan elde edilen getirilerin de azalacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, 1871 ve 2011 arasındaki beş yıllık dönemlerde ikişer katlanan nispetlerin nispi değerinin getirdiği ortalama gelir yüzdesini hesaplığımızda ilave gelir oranlarının önemli bir azalma görmüyoruz. Ever, ikişer katlanan nispetlerin sayısı, nispi anlamda genel piyasanın performansına bağlıdır. Güçlü piyasalarda çok sayıda nispi ikişer katlanmaktadır, zayıf piyasalarda bu sayı daha az olur. Ancak ortalama bir oranda olur. İkişer katlanan nispetlerin yüzde olarak piyasaya

attığı fark her zaman görkemli olur. Kısacası, bu yanlış fiyatlanan hisseler havuzuna saldırması beklenen uzun vadeli arbitrajcıların sayısı her zaman az olacaktır.

Beş yıllık dönemlerde fiyat-değer boşluğunu kapatmaya en yatkın konumdaki kişiler kimlerdir? Cevap: Uzun vadeli yatırımcılar. Ancak belki de bu boşluk son kırk üç yıldır hep büyük kaldığı için, piyasa kısa vadeli tacirlerin hâkimiyeti altına girmiştir.

1950 ile 1970 arasında hisse senetlerinin ortalama elde tutulma süresi, dört ila sekiz yıl arasındaydı. Ancak 1970'lerden beri elde tutulma süresi ısrarla düşmeye devam etmiş ve bugün yatırım fonlarının aylarla ölçülen ortalama elde tutulma süresine yaklaşmıştır. Araştırmamız, yüksek ilave getiri elde etmek için en iyi fırsatın üç yılın sonunda ortaya çıktığını gösteriyor. Hiç şüphe yok ki, portföy devir hızının % 100'ü aştığı bir ortamda çoğu yatırımcı bundan yararlanamayacaktır.

Rahatlıkla söylenebilir ki piyasaya yapılacak en iyi hizmet, kısa vadeli tacirler ve uzun vadeli yatırımcılar arasında bir denge kurmak olacaktır. Piyasanın yarısı kısa vadeli yanlış fiyatlandırmalara saldıran, yarısı da uzun vadeli fiyat-değer açığını kapatmaya çalışan eşit miktarda arbitrajcıdan oluşsa, piyasa büyük ölçüde etkin bir hal alacaktır. Peki bu denge bozulduğunda piyasaya ne olur? Uzun vadeli yatırımcıların hâkim olduğu bir piyasa, kısa süreli yanlış fiyatlandırmaları gözetimsiz bırakır. Kısa vadeli tacirlerin hâkim olduğu bir piyasa da uzun vadeli yanlış fiyatlamaya büyük ölçüde ilgisiz kalır.

Piyasa bir zamanlar kendini karakterize eden çeşitliliğin çoğunu neden kaybetmiştir? İnsanların yavaş yavaş, uzun vadeli yatırımdan kısa vadeli spekülasyona geçmesi nedeniyle. Bu evrimsel değişimin sonuçları bir şekilde tahmin edilebilir. Bu, basit bir aritmetik meselesidir. Şu anda pek çok kişi spekülasyon yaptığından getiriler düşüyor ve kısa vadede kazanmak zorlaşıyor. Bu kadar çok insanı kısa vadeli spekülа-

tör haline getiren güçlü mıknatıs, dengesizlikleri kapatacak uzun vadeli yatırımları da nadir duruma düşürüyor.

Rasyonellik: Kritik Fark

Oxford American Dictionary'ye göre rasyonalizm, kişinin, görüş veya eylemlerini duygusal tepkilerden çok akıl ve bilgiye dayandırmasıdır. Rasyonel bir insan açık, makul ve mantıklı düşünür.

Öncelikle bilinmelidir ki rasyonellik, zekâ ile aynı şey değildir. Zeki insanlar aptalca şeyler yapabilir. Toronto Üniversitesi'nde insan gelişimi ve uygulamalı psikoloji profesörü olan Keith Stanovich, IQ veya SAT/ACT sınavları gibi zekâ testlerinin rasyonel düşünceyi ölçmede çok başarısız olduğunu söyler. "En iyi ihtimalle sadece bir öngörü verebilirler," der, "bazı rasyonel düşünme becerileri zekâdan tamamen bağımsızdır."[3]

What Intelligence Tests Miss: The Psychology of Rational Thought [Zekâ Testleri Neyi Ölçemez: Rasyonel Düşüncenin Psikolojisi]* adlı kitabında, yüksek zekâya rağmen rasyonel düşünememe ve davranamamanın karşılığı olarak "disrasyonellik" terimini ortaya atar. Bilişsel psikoloji araştırmaları, disrasyonelliğin iki temel nedeni olduğunu gösterir. İlki, bir proses etme sorunudur. İkincisi de içerik sorunudur. Şimdi bunlara teker teker yakından bakalım.

Stanovich, biz insanların kötü işleyişe sahip olduğumuza inanır. Bir problemi çözerken, insanların, aralarından seçim yapabilecekleri farklı bilişsel mekanizmalara sahip oldukların söyler. Düşünce yelpazesinin bir ucunda yüksek hesaplama gücüne sahip mekanizmalar vardır. Ancak yüksek hesaplama gücünün bir bedeli vardır. Bu, daha yavaş bir düşünme sürecidir ve büyük bir konsantrasyon gerektirir. Düşünce spektrumunun diğer ucunda da çok az hesaplama gücüne

* Keith Stanovich, Yale University Press, 2010

sahip, çok az konsantrasyon gerektiren ve hızlı karar almaya uygun mekanizmalar vardır. Stanovich, "İnsanlar bilişsel olarak cimridir," der, "çünkü temel eğilimimiz, doğruluk düzeyleri daha az da olsa, daha az hesaplama çabası gerektiren proses mekanizmalarını kullanmaktır."[4] Kısacası, insanlar düşünce tembelidir. Sorunları çözerken kolay yolu seçerler; sonuç olarak, çözümleri genellikle mantıksızdır.

Yavaş Düşünme

Şimdi dikkatimizi bilginin rolüne çevirelim. Bize gereken, bu bölümün konusu olan sabır ve "yavaş düşünmenin" değerine dair bilgilerdir.

Pek çok okur Jack Treynor'ı tanımayabilir. Kendisi finansal yönetim alanında entelektüel bir devdir. İlk olarak Haverford College'da matematik eğitimi aldı, 1955 yılında Harvard İşletme Fakültesi'nden üstün dereceyle mezun oldu ve kariyerine Arthur D. Little adındaki bir danışmanlık firmasının araştırma bölümünde başladı. Genç bir analist olan Treynor, Colorado'da üç haftalık bir tatildeyken risk konusunda kırk dört sayfalık matematiksel notlar çıkardı. Üretken bir yazar olarak, sonunda CFA Enstitüsü'nün *Financial Analysts Journal*'da [Finansal Analistler Dergisi] editör oldu.

Yıllar içinde Treynor, aralarında Nobel Ödüllü Franco Modigliani, Merton Miller ve William Sharpe'ın da bulunduğu birçok önde gelen finans hocasıyla fikir alışverişinde bulundu. Treynor'ın bazı makaleleri, Roger F. Murray Prize ile *Financial Analysts Journal*'ın verdiği Graham ve Dodd Ödülü gibi prestijli ödüller kazandı. 2007'de CFA Enstitüsü'nün prestijli Profesyonel Mükemmeliyet Ödülü'nü kazandı. Treynor'ın bir zamanlar dağınık halde bulunan yazıları şükür ki bugün derlenerek *Treynor on Institutional Investing* [Kurumsal Yatırımda Treynor]* adı altında 574 sayfada top-

* Jack Treynor, Wiley, 2007

landı. Her ciddi yatırımcının kitaplığında yer almayı hak eden bir eser.

Bendeki nüshası biraz yıpranmış ve kırışmış görünüyor çünkü yılda birkaç kez en sevdiğim bölümleri tekrar tekrar okurum. İçlerinde en sevdiğim, 424. sayfada, arka taraflara gizlenmiş "Uzun Vadeli Yatırım" makalesidir. İlk olarak *Financial Analysts Journal*'ın Mayıs-Haziran 1976 sayısında yayımlanmıştı. Treynor, makalesine her zaman var olan etkin piyasa bilmecesinden söz ederek başlar. "Ne kadar uğraşırsak uğraşalım, piyasanın halihazırda değerlendirmediği bir fikir bulamayacağımız gerçekten de doğru mudur?" diye sorar. Treynor bu sorunun cevabını verebilmek için iki tür yatırımı birbirinden ayırmamızı ister: (a) değerlendirmek için uzmanlığın gerekmediği, çabucak karar verilebilen, uygulanması basit ve doğrudan olanlar, (b) derinlemesine düşünülmesi gereken, yargı ve değerlendirmeleri için özel uzmanlık ve sonuç olarak yavaş düşünmeyi gerektirenler."[5]

Ve sonuca ulaşır: "Piyasa etkin değilse bile, birinci tür açısından bunun bir önemi olmayacaktır çünkü tanım gereği birinci tür, yatırımcı kitlesinin çoğunluğu tarafından doğru değerlendirilecektir."[6] Bunu başka bir şekilde söylemek gerekirse; basit verilerin –fiyat-kazanç oranları, temettü getirileri, fiyat-defter oranları, P/E-büyüme oranları, elli iki haftalık "en düşükler" listeleri, teknik grafikler ve bir hisse senedi hakkında düşünebileceğimiz tüm temel bilgilerin– kolay kâr getirme olasılığı düşüktür. Treynor, "Eğer piyasa etkinlikten uzaksa, dolayısıyla yatırım fırsatı varsa," der, "ikinci tür yatırım da, yani yavaş düşünmeyi gerektiren yatırımlar da olacaktır." Uzun vadeli yatırım için tercih edilecek yegâne yatırım fırsatları –açıkça belli olmayan, dolayısıyla uzun vadede gelişim açısından değeri anlaşılamayan–, ikinci türden olanlardır."[7]

Eminim, şimdiye kadar *Warren Buffett Tarzı*'nda ana hatlarıyla belirtilen yatırım doktrinlerinin "yavaş karar alınan"

ve "uzun vadeli iş gelişmelerini ilgilendiren", dolayısıyla "uzun vadeli yatırımlar" ile ilgili olduğunu anlamışsınızdır. Açık olalım: Yavaş karar verilmesi gereken fikir, entelektüel açıdan kavranması zor olan değildir; ancak "açık ve net" olandan daha zahmetlidir.

Sistem 1 ve Sistem 2

Psikologlar, bilişsel süreçlerimizin iki düşünce tavrına sahip olduğu fikrine yıllardır ilgi gösteriyorlar. Bunlar geleneksel olarak "sezgi" adı verilen ve "hızlı ve çağrışımsal" bilinç üreten düşünce tavrı ile "yavaş ve kurallı işleyen" bilinç ve mantık üreten düşünce tavrıdır. Bugün psikologlar bu bilişsel sistemlere rutin olarak Sistem 1 ve Sistem 2 düşünce adını veriyorlar. Sistem 1 düşünce, basit ve anlaşılır fikirlerin hızla işlendiği düşüncedir. Fiyat-kazanç oranını veya temettü getirisini hesaplamak çok az zaman alır ve çok fazla entelektüel çalışma gerektirmez.

Sistem 2 düşünce, bilişsel sürecimizin derin bir parçasıdır. Kontrollü, yavaş ve zahmetli çalışır. "Derin düşünme, muhakeme ve özel uzmanlık" gerektiren "yavaş düşünme", Sistem 2 düşünmenin kapsamına girer.

2011'de Nobel Ödüllü Daniel Kahneman, *Hızlı ve Yavaş Düşünme* adında önemli bir kitap yazdı. *New York Times* çoksatanlar listesine girdiği gibi o yılın en iyi kurgu dışı eseri arasında yer aldı. Karar verme süreçlerinden bahseden beş yüz sayfalık bir kitap için bu, büyük başarı sayılır. Kitabın en sevdiğim kısmı "Tembel Denetleyici" başlıklı 3. Bölüm'dür. Kahneman burada bize bilişsel çabanın zihinsel bir iş olduğunu ve her işte olduğu gibi çoğunlukla görev zorlaştığında tembelleşme eğilimine girdiğimizi hatırlatıyor. Zeki insanların, buldukları ilk cevaplardan kolaylıkla hoşnut görünmelerine şaşırıyor.

Kahneman, Sistem 2 düşünceyi gerektiren faaliyetlerin özdenetim de gerektirdiğini ve sürekli özdenetim çabasının tatsız olabileceğini söylüyor. Zor bir işi sürekli yapmaya zorlandığımızda, bir sonraki zorlukta özdenetimi azaltma eğilimine gireriz. Sonunda gazımız biter. Buna karşılık, "entelektüel tembellik günahından kaçınanlara 'angaje' denilebilir. Daha uyanık ve entelektüel açıdan daha aktiftirler, yüzeysel olarak cazip görünen yanıtlarla yetinmezler, sezgileri hakkında kuşkuludurlar."[8]

Yale Üniversitesi'nde pazarlama doçenti olan Shane Frederick, oldukça yüksek IQ'lara sahip insanların Sistem 1 ve Sistem 2 düşünceler arasında nasıl gidip geldiğine dair bize büyüleyici bir bakış açısı kazandırdı. Harvard, Princeton ve MIT'den (muhtemelen hepsi çok zeki) bir grup Sarmaşık Ligi öğrencisini topladı ve onlara şu üç soruyu sordu:

1. Bir beyzbol sopası ve bir topun fiyatı 1,10 dolardır. Sopanın fiyatı toptan bir dolar fazladır. Öyleyse topun fiyatı ne kadardır?
2. Beş makinenin beş parça üretmesi beş dakika sürüyorsa, yüz makinenin yüz parça üretmesi ne kadar sürer?
3. Bir gölde bir öbek nilüfer vardır. Öbeğin boyutu her gün iki katına çıkıyor. Öbeğin tüm gölü kaplaması kırk sekiz gün sürüyorsa, gölün yarısını kaplaması kaç gün sürer?[9]

Şaşırtıcı bir şekilde, öğrencilerin yarısından fazlası yanlış cevap verdi ve bu durum Frederick'i iki önemli sorunu tespit etmeye yönlendirdi. Birinci sorun; insanların problemler hakkında çok düşünmeye alışkın olmaması ve genellikle akıllarına gelen ilk makul cevaba aceleyle yönelmesiydi. Böylece Sistem 2 düşüncenin ağır yüküyle uğraşmak zorunda kalmıyorlardı. Kendi içinde rahatsız edici olan ikinci sorun; Sistem 2 sürecinin, Sistem 1 düşüncede yapılan hataları kontrol etmede çok başarısız olmasıydı. Frederick, öğrenci-

lerin Sistem 1 düşünceye takılıp kaldıklarını ve Sistem 2'ye geçmediklerini ya da geçemediklerini açıkça görüyordu.

Sistem 1 ve Sistem 2 düşünce yatırımda nasıl işler? Bir yatırımcının hisse senedi satın alınayı düşündüğünü varsayalım. Yatırımcı, Sistem 1 düşünceyi kullanarak bir şirketin fiyat-kazanç oranını, defter değerini ve temettü getirisini tablo haline getirecektir. İki oranın tarihsel düşük seviyelere yakın işlem gördüğünü ve şirketin son on yıldır her yıl temettü artırdığını gören yatırımcı, hisse senedinin iyi değerli olduğu sonucuna hemen ulaşabilir. Ne yazık ki pek çok yatırımcı bir karar vermek için neredeyse tamamen Sistem 1 düşünceyi kullanır ve durup da Sistem 2 düşünceyi devreye sokmaz.

Angaje olmak ne demektir? Basitçe söylersek; Sistem 2 düşüncenin güçlü, canlı ve yorgunluğa daha az eğilimli olduğu anlamına gelir. Sistem 2, Sistem 1'den o kadar farklıdır ki, psikolog Keith Stanovich bu ikisini "ayrık zihinler" olarak değerlendirir.

Ancak "ayrık zihinler", sadece ayırt edilebiliyorlarsa ayrıktır. Yatırım bağlamında ele alırsak; Sistem 2 düşünceyi barındıran "ayrık zihin", ancak şirketin rekabet avantajlarını, yönetim ekibinin şirket sermaye tahsisini akıllıca yapabilecek güce sahip olup olmadığını, şirketin değerini belirleyen ekonomik faktörleri ve yatırımcıyı aptalca kararlar almaktan alıkoyan psikolojik bilgileri yeterince özümsemişse Sistem 1 düşünceyi barındıran "ayrık zihinden" ayırt edilebilir.

Bana öyle geliyor ki Wall Street'te süregelen karar alma süreçlerinin çoğu, Sistem 1 düşünce sınıfına girer. Daha çok sezgi ile işler. Kararlar otomatik olarak ve çabucak alınır. Derinlemesine düşünmeye hemen hemen hiç zaman ayrılmaz. Sistem 2 düşünce ciddi düşüncedir. Bilinçlidir ve konsantrasyon gerektirir. Sistem 2 düşünenler doğaları gereği sabırlıdırlar. Sistem 2 düşüncenin etkili bir şekilde çalışması için müzakere ve hatta meditasyon gerekir. *Warren Buffett Tarzı*'nda çerçevesi çizilen doktrinlerin Sistem 1'deki gibi hız-

lı ve ateşli kararlara değil, daha çok yavaş düşünmeye uygun olduğunu söylemem sizi şaşırtmayacaktır.

Zihinsel Donanım Eksikliği

Stanovich'e göre disrasyonalitenin ikinci nedeni, Sistem 2 düşünce için yeterli zihinsel donanımın olmamasıdır. Karar verme üzerine çalışan psikologlar, bu yoksunluğu "zihinsel donanım eksikliği" olarak adlandırırlar. İlk olarak Harvard'lı bilişsel bilimci David Perkins tarafından ortaya atılan "zihinsel donanım" kavramı, insanların zihinlerinde yer alan ve sorunları çözmek için başvurdukları tüm kurallar, stratejiler, prosedürler ve bilgileri ifade eder. Perkins, kavramı şöyle açıklar: "Mutfakta çalışırken mutfak donanımına, bilgisayarda çalışırken bilgisayar donanımına gereksinim olduğu gibi zihinsel çalışmada da zihinsel donanıma gereksinim vardır." Kişinin öğrenerek eleştirel ve yaratıcı düşünme becerilerini artırdığı her şey zihinsel donanımın birer parçasıdır."[10]

Sistem 2 düşünceyi harekete geçirmek için nasıl bir zihinsel donanım gerekir? En azından, bir şirketin ve rakiplerinin yıllık raporlarını okuyabilmelisiniz. Şirketin olumlu bir uzun vadeli görünümle güçlü rekabet pozisyonuna sahip olduğu sonucuna varırsanız, yaklaşık bir değerleme yapabilmek için farklı zaman dilimlerinde şirketin hissedar kazançlarıyla farklı büyüme oranlarını içeren birkaç temettü iskonto modeli işletebilmelisiniz. Daha sonra yönetimin uzun vadeli sermaye tahsisi stratejisini inceleyip anlayabilmelisiniz. Son olarak, şirketiniz veya daha da iyisi, şirketinizin rakipleri hakkında bir fikirleri olup olmadığını öğrenmek için birkaç arkadaşınızı, meslektaşınızı veya mali danışmanınızı arayabilirsiniz. Dikkat edin: Bunların hiçbiri yüksek IQ gerektirmez ancak zahmetlidir ve şirketin mevcut fiyat-kazanç oranına bakmaktan daha fazla zihinsel çaba ve konsantrasyon gerektirir.

Zaman ve Sabır

Sabırla uygulanan uzun vadeli düşünmenin, başarıyla yatırım yapmanın en iyi yolu olduğuna dair çok sayıda kanıt olsa da pek bir şey değişmemiş gibi görünüyor. 2008-2009 mali krizi ve ayı piyasası bile davranışımızı değiştirmedi. Bugünlerde neredeyse tüm piyasa faaliyetleri kısa vadelidir. 1960 yılında, yıllık değer ağırlıklı NYSE/AMEX cirosu % 10'un altındaydı. Bugün bu oran son elli yılda otuz kat artış ile % 300'ün üzerindedir.[11] Faaliyetteki bu dramatik artışın hem piyasa hem de katılımcıları üzerinde dönüştürücü bir etkisi olmadığına inanmak zordur.

Teorik olarak, daha yüksek ticaret hacimleriyle birlikte piyasa katılımındaki artışın daha iyi bir fiyatlamaya yol açacağı ve bunun da fiyat-değer farkının daralmasına ve buna bağlı olarak piyasada oynaklığın azalmasına yol açacağı düşünülür. Ancak piyasa katılımcılarının çoğunluğunun yatırımcı değil de spekülatör olması durumunda, gerçekte bunun tam tersini görebildiğimizi öğrenmiştik: Bu durumda alım satım faaliyetindeki artış, fiyat-değer farkını artırarak sistemdeki oynaklığın boyutlarını büyütürken ani sıçramalara neden olacaktır. Böyle bir dünyada kısa vadeli performans baskılarına esir olan bir yatırımcı, huzursuzluktan başka bir şey hissetmeyecektir.

Fakat bu böyle olmak zorunda değildir. Warren Buffett'ın başarısı, büyük ölçüde, oyunu farklı şekilde oynamasından kaynaklanır. Ve hepimiz bu oyunda ona katılmaya davetliyiz. Başarılı bir oyun için tek şart, farklı bir dizi kural benimsemektir. Bu kuralların içinde sabırdan daha önemli ve değerlisi yoktur.

Zaman ve sabır, aynı madalyonun iki yüzü, Buffett'ın özüdür. Başarısı, Berkshire'ın tamamına sahip olduğu şirketler ve portföyde tuttuğu hisse senetleri konusunda sessizce

sürdürdüğü sabırlı tutumunda yatar. Bu yüksek tempolu daimi faaliyet dünyasında Buffett bilinçli olarak yavaş çalışır. Bağımsız bir gözlemci, bu tembelliğe benzeyen tavrın kolay kazanç elde etmeye yönelik olduğunu düşünebilir ancak süreci yakından görmeye başlayanlar, Buffett ve Berkshire'ın servet dağları yığmakta olduğunu fark eder. Spekülatörün sabrı yoktur. Yatırımcı Buffett sabırla yaşar. Ve bize "zamanın en iyi tarafının uzun olması" olduğunu hatırlatır.

İşte kritik konumuz, duygusallık ve onun tam zıddı, rasyonalite arasında mekik dokuyoruz. Yatırımda başarı sağlamak için zekâ tek başına yeterli değildir. Bir yatırımcının, beynini duygulardan arındırma yeteneği, beyninin büyüklüğünden daha önemlidir. Buffett, "Başkaları hırs veya korkuya dayalı kısa vadeli kararlar verirken akılcı davranmak çok önemlidir," der. "Para o zaman kazanılır."[12]

Buffett, piyasanın kısa vadeli fiyat dalgalanmalarının onu ne daha zengin ne de daha fakir yaptığının farkındadır çünkü hisselerini uzun vadeli tutar. Çoğu kişi, düşen hisse senedi fiyatlarının getirdiği rahatsızlığa katlanamazken Buffett hiç üzülmez çünkü şirketlere değer biçme konusunda piyasadan daha becerikli olduğunu düşünür. O, herkesten daha iyi iş çıkarmadığı bir oyunda da yer almayı düşünmez zaten. "Poker gibi," der Buffett, "eğer bir süredir oyundaysanız ve kurbanın kim olduğunu bilmiyorsanız, kurban sizsiniz demektir."

Rasyonalite yoksa, yatırımcılar Sistem 1 ayarında düşünürler. Bu, basit ve öngörülebilir görevler için yeterlidir ancak borsa gibi karmaşık bir işte yeterli değildir. Yatırımcılar, rasyonalite olmadığında, korku ve hırs gibi temel duyguların kölesi olurlar. Rasyonellik yoksa, yatırımcılar yatırım denen oyunda kurban olmaya mahkûmdurlar.

8. Bölüm

Dünyanın En Büyük Yatırımcısı

Buffett, genellikle dünyanın en büyük yatırımcısı olarak anılır ancak bundan nasıl emin olabiliriz? Böyle bir iddia nasıl kanıtlanır ki? Bana öyle geliyor ki, yapmamız gereken tek şey, iki basit değişkene bakmaktır: göreceli performans ve zaman. Her ikisi de gereklidir. Sadece kısa vadede borsayı yenmek yeterli değildir. Sayısız insan bunu öyle ya da böyle başarmıştır. Önemli olan bunu uzun bir süre yapmaktır. Michael Mauboussin'in *The Success Equation* [Başarı Denklemi]* kitabında da gayet yerinde açıkladığı gibi, iş dünyasında ve sporda olduğu gibi yatırımda da hem şans hem de becerinin rolü vardır. Şansın mı yoksa becerinin mi rol oynadığını ayırt etmenin tek yolu, sonuçları zaman içinde incelemektir. Şans kısa vadede rol oynayabilir ancak zaman bize becerinin de payı olup olmadığını söyler. Buffett bu konuda eşsizdir.

Warren Buffett'ın para yönetimi kariyeri yaklaşık altmış yıllıktır. Buffett Yatırım Ortaklığı'nı yönettiği zaman (1956'dan 1969'a) ile Berkshire Hathaway'in kontrolünü ele

* Michael Mauboussin, Harvard Business School Press, 2012

geçirdiği 1965'ten bugüne uzanan zaman olmak üzere iki parçadan oluşur.

Buffett, ortaklığı nispeten genç bir yaşta (yirmi beş yaşındaydı) ve nispeten küçük bir miktar parayla (kendi yatırımı sadece 100 dolardı) kurmuştu. Ortaklığın amacı yıllık en az % 6 getiri elde etmek olsa da, Buffett kendine çok daha zor bir hedef belirledi: Dow Jones Endüstriyel Ortalamasını her yıl % 10 puan aşmak. Çok daha iyisini yaptı: 1965 ile 1969 arasında Buffett ortaklığını Dow'dan % 22 daha fazla bileşik getiriyle yıllık % 29,5 büyüttü. Yani başlangıçta Buffett'ın ortaklığına 10 bin dolar koyan ve sonuna kadar elinde tutan bir yatırımcı, Buffett'ın payını verdikten sonra 150 bin 274 doların sahibi olmuştu. Dow'a yatırılan aynı miktar 15.360 dolara çıkacaktı. Bu süre zarfında Dow beş farklı yılda para kaybetti. Buffett kâr elde ettiği gibi her yıl endeksi geçti.

O günlerde, Buffett'ın kendisini kıyaslayabileceği yeterince çok az yönetici vardı. En iyi bilinen iki yatırım fonu yöneticisi, Gerald Tsai ve Fred Carr 1960'ların ortalarında Buffett'ın ortaklığı birleşmeyi düşündüğü zamana yakın sahneye çıkmıştı. İnşa edicileri itibarı yine 1960'ların "Go-Go" hisselerini satın alarak yok etmiştir. Carol Loomis, *Fortune*'daki ilk makalelerinden "The Jones Nobody Keeps Up With" [Kimsenin Yetişemediği Jones] (Nisan 1966) makalesinde, Buffett'ın ortaklık performansını ünlü serbest yatırım fonu yöneticisi Alfred Winslow Jones ile karşılaştırdı. O zamanlar A. W. Jones & Company'nin on yıllık kayıtları mevcuttu ancak Buffett'ın tüm para yönetimi geçmişi yalnızca dokuz yıldı. Carol, her iki yatırımcının da beş yıllık getirilerini inceledi ve Buffett'ın Jones'u % 325'e karşı % 334 ile geride bıraktığını gördü. Ancak Carol'ın da belirttiği gibi, Buffett kısa süre sonra ortaklığını kapattı; oysa Jones oyunda kaldı ve hisse senetlerinin fazla değer kazanamadığını gören yatırımcılarla birlikte acı çekti.

Buffett Yatırım Ortaklığı'nın inanılmaz geçmişini bir kenara bırakırsak, Buffett'ın dünyanın en büyük yatırımcısı olduğu iddiasının doğruluğu, Berkshire Hathaway'de başardıklarına (Tablo 8.1) bakılarak kolayca görülebilir. Berkshire Hathaway'in 1965 ile 2012 yılları arasında kırk sekiz yıl içinde defter değeri hisse başına 19 dolardan, şaşırtıcı bir şekilde, hisse başına 114 bin 214 dolara yükseldi; bu da yıllık % 19,7'lik bir getiri oranına karşılık gelir. Karşılaştırıldığında, temettülerin de dahil edildiği S&P 500 endeksi % 9,4 büyüdü. Bu kırk sekiz yılda, S&P 500 endeksi on bir yıl, yani neredeyse beş yılda bir para kaybetti; Berkshire sadece iki olumsuz yıl yaşadı.

Tablo 8.1 S&P 500'e karşı Berkshire'ın Kurumsal Performansı

	Yıllık Yüzde Değişim		
	Berkshire Hisse Başına Defter Değerinde	Temettüler Dahil S&P 500'de	Bağıl Sonuç
Yıl	(1)	(2)	(1)-(2)
1965	23,8	10,0	13,8
1966	20,3	(11,7)	32,0
1967	11,0	30,9	(19,9)
1968	19,0	11,0	8,0
1969	16,2	(8,4)	24,6
1970	12,0	3,9	8,1
1971	16,4	14,6	1,8
1972	21,7	18,9	2,8
1973	4,7	(14,8)	19,5
1974	5,5	(26,4)	31,9
1975	21,9	37,2	(15,3)
1976	59,3	23,6	35,7

(Devam)

Tablo 8.1 (Devam)

	Yıllık Yüzde Değişim		
	Berkshire Hisse Başına Defter Değerinde	Temettüler Dahil S&P 500'de	Bağıl Sonuç
1977	31,9	(7,4)	39,3
1978	24,0	6,4	17,6
1979	35,7	18,2	17,5
1980	19,3	32,3	(13,0)
1981	31,4	(5,0)	36,4
1982	40,0	21,4	18,6
1983	32,3	22,4	9,9
1984	13,6	16,1	7,5
1985	48,2	31,6	16,6
1986	26,1	18,6	7,5
1987	19,5	5,1	14,4
1988	20,1	16,6	3,5
1989	44,4	31,7	12,7
1990	7,4	(3,1)	10,5
1991	39,6	30,5	9,1
1992	20,3	7,6	12,7
1993	14,3	10,1	4,2
1994	13,9	1,3	12,6
1995	43,1	37,6	5,5
1996	31,8	23,0	8,8
1997	34,1	33,4	0,7
1998	48,3	28,6	19,7
1999	0,5	21,0	(20,5)
2000	6,5	(9,1)	15,6

(Devam)

Tablo 8.1 (Devam)

2001	(6,2)	(11,9)	5,7
2002	10,0	(22,1)	32,1
2003	21,0	28,7	(7,7)
2004	10,5	10,9	(0,4)
2005	6,4	4,9	1,5
2006	18,4	15,8	2,6
2007	11,0	5,5	5,5
2008	(9,6)	(37,7)	27,4
2009	19,8	26,5	(6,7)
2010	13,0	15,1	(2,1)
2011	4,6	2,1	2,5
2012	14,4	16,0	(1,6)
Bileşik Yıllık Kazanç, 1965-2012	%19,7	9,4	10,3
Toplam Kazanç, 1964-2012	%586.817	%7.433	

Sırf uzun dönemler boyunca sürdürülen üstün performans rakamlarına bakılınca, Warren Buffett'ın dünyanın en büyük yatırımcısı olduğu iddiasına itiraz etmek zordur. Peki ya rakamların ötesine bakarsak?

Rakamların Ötesinde Buffett

Para yönetimine Dwight Eisenhower başkanken başlayan ve neredeyse altmış yıldır bu oyunu oynamaya devam eden bir adam hakkında ne düşünebiliriz?

Henüz ergen bile değilken küçük Buffett, herkese ama herkese otuz yaşına kadar milyoner olacağını, olamazsa

Omaha'daki en yüksek binadan atlayacağını duyurmuştu. Elbette atlama konusunda ciddi değildi. İçindeki milyonerlik arzusu da düşündüğümüz gibi değildi. Bugün Buffett, o çocuğun hedeflerinin çok ötesinde bir yerde bulunuyor. Ancak Buffett'ı iyi tanıyanlar onun yaşama bir milyarder gibi değer vermediğini çok iyi bilir. Halen 1958'de satın aldığı Omaha'daki evinde yaşıyor, eski model Amerikan arabaları kullanıyor ve lüks yemekler yerine cheeseburger, kola ve dondurmayı tercih ediyor. Tek yardımcısı, çok sevdiği özel jeti. Buffett, "Paraya ihtiyacım olduğundan değil," diyor. "Para kazanmak ve çoğalmasını izlemek eğlenceli geliyor."[1] Ve 1. Bölüm'den bildiğimiz gibi, bugünlerde onu dağıtmaktan da büyük bir zevk alıyor.

Vatanseverliğin sığ bir klişeye dönüştüğü bir dünyada Warren Buffett, Amerika Birleşik Devletleri'yle pervasızca övünüyor. ABD'nin çok çalışmaya istekli olan herkese muazzam fırsatlar sunduğuna dair inancını ifade etmekten asla çekinmiyor. Genel yaşamında coşkulu, neşeli ve iyimser bir tablo çiziyor. Genelde gençler iyimser olur, yaşlandıkça kötümserlik ağır basar. Ancak Buffett bir istisna gibi görünüyor. Bunun bir nedeni de, neredeyse altmış yıldır dramatik ve travmatik olaylar zinciri içinde parayı yönetmiş ve her defasında piyasanın, ekonominin ve ülkenin toparlanıp gelişmeye devam ettiğini görmüş olması sanırım.

1950'lerin, 1960'ların, 1970'lerin, 1980'lerin, 1990'ların ve yirmi birinci yüzyılın ilk on yılının dikkate değer olaylarını Google'da araştırmaya değer. Burada listelenemeyecek kadar çok olmakla birlikte, başlıklar halinde söylemeye çalışırsak; nükleer savaş çılgınlığı, başkanlık suikastı ve istifalar, sivil kargaşa ve isyanlar, bölgesel savaşlar, petrol krizi, hiperenflasyon, çift haneli faiz oranları ve terörist saldırılar sayılabilir. Ara sıra yaşanan ekonomik durgunluklar ve periyodik borsa çöküşlerinden bahsetmeye bile gerek yok.

Piyasaları altüst edebilecek ve doğal olarak çoğu yatırımcıyı kaçırabilecek tehlikeli olaylarla nasıl başa çıktığı sorulduğunda Buffett, samimi tarzıyla, "Başkaları korktuğunda hırslı, başkaları hırs gösterdiğinde korkak davranmaya çalışarak," diye cevap veriyor. Bence bundan daha ötesi de var: Buffett, yalnızca manşetlere konu olan tehlikeli zamanlarda hayatta kalma değil, aynı zamanda bu zorlu dönemlerde agresif bir şekilde yatırım yapma konusunda da gelişmiş bir yeteneğe sahiptir.

Buffett Avantajı

Akademisyenler ve yatırım uzmanları, Etkin Piyasalar Hipotezi olarak bilinen şeyin geçerliliğini yıllarca tartıştılar. 6. Bölüm'den hatırlayacağınız gibi, bu tartışmalı teori, hisse senetlerini analiz etmenin zaman kaybı olduğunu çünkü cari fiyatların zaten mevcut tüm bilgiyi yansıttığını; yani bir anlamda, ihtiyacınız olan tüm araştırmayı piyasanın kendiliğinden yaptığını söyler. Bu teorinin sadık takipçileri, en son yıllık raporları veya üç aylık beyanları saatlerce inceleyen deneyimli bir finansal analist kadar, profesyonel yatırımcıların da başarılı bir şekilde hisse senedi fiyatlarını on ikiden vurabileceğini ve kazanacak hisseleri bulabileceğini biraz da alaycı bir üslupla vurgular.

Oysa endeksleri sürekli yenen bazı kişilerin –özellikle Warren Buffett'ın– başarısı, Etkin Piyasalar Hipotezi'nin kusurlu olduğunu gösterir. Buffett'ın da içinde bulunduğu diğer grup ise, çoğu para yöneticisinin piyasada düşük performans gösterme nedenini, piyasanın etkinliğinden ziyade, yöntemlerinin hatalı olmasına bağlar.

Yönetim danışmanları, başarılı şirketlerin üç farklı avantaja sahip olduğuna inanırlar: davranışsal avantaj, analitik avantaj ve organizasyonel avantaj.[2] Warren Buffett'ı incelediğimizde bu üç bileşeni de iş başında görürüz.

Davranışsal Avantaj

Buffett, başarılı bir yatırım yapmanın yüksek bir IQ'ya sahip olmayı veya çoğu işletme okulunda öğretilen mesleki dersleri almayı gerektirmediğini söyler. En önemli şey mizaçtır. Ve Buffett mizaçtan bahsettiğinde rasyonelliği kasteder. Akılcılığın köşe taşı; ânı görme, olası senaryoları analiz etme ve sonunda bilinçli seçim yapma becerisidir. Özetle bu, Warren Buffett'tır.

Buffett'ı tanıyanlar, onu diğerlerinden ayıran şeyin rasyonellik olduğu konusunda hemfikirdir. Charlie Munger, "Harvard Hukuk Fakültesi'ndeki sınıfımda bin kişi vardı," diyordu. "En iyi öğrencileri tanıyordum ve aralarında Warren kadar yetenekli kimse yoktu. Beyni son derece mantıklı çalışan bir mekanizma."[3] *Fortune* dergisinden, Warren Buffett'ı elli yılı aşkın süredir tanıyan Carol Loomis, onun yatırım başarısındaki en önemli özelliğinin rasyonellik olduğuna inanıyor.[4] *Buffett: Bir Amerikan Kapitalistinin Yükselişi** kitabında Roger Lowenstein, "Buffett'ın dehası büyük ölçüde sabır, disiplin ve akılcılıktan oluşan bir kişilik dehasıdır," diyor.[5]

Berkshire Hathaway yönetim kurulu üyesi Bill Gates de Buffett'ın ayırt edici özelliğinin, benzer şekilde, akılcılık olduğuna inanıyor. Bu nokta, iki arkadaş bir öğleden sonra Seattle'da Washington Üniversitesi'ndeki bir oditoryuma doluşan öğrencilerin sorularını yanıtlarken açıkça görüldü. İlk sorulardan biri, "Bu noktaya nasıl geldiniz? Nasıl oldu da Tanrı'dan daha zengin oldunuz?" şeklindeydi. Buffett derin bir nefes alıp söze başladı:

"Bu noktaya nasıl geldiğim benim açımdan oldukça basit. Bunu duymaktan memnun olacağınıza eminim: Mesele IQ değil. Asıl mesele rasyonellik. IQ'ya ve yeteneğe her zaman motorun beygir gücü gibi bakarım ancak sonuç, yani

* Roger Lowenstein, Çeviren: Levent Cinemre, Scala Yayıncılık, 2020

motorun verimli çalışması, akılcılığa bağlıdır. Pek çok insan dört yüz beygir gücündeki motorlarla yola çıksa da sadece yüz beygir gücünde verim elde eder. İki yüz beygir gücünde bir motora sahip olmak ve tamamını verimli kullanmak çok daha iyidir."

Öyleyse neden zeki insanlar gereken sonucu elde etmeye engel şeyler yaparlar?" Buffett devam etti: "Alışkanlıklar, karakter, mizaç ve rasyonel davranıştır belirleyici olan. Size engel olan yoktur. Söylediğim gibi, buradaki herkes benim yaptığım her şeyi ve daha fazlasını yapma yeteneğine kesinlikle sahip. Bazılarınız yapacak, bazılarınız yapmayacak. Yapmayanlar kendileri yüzünden yapmayacaklar, dünya izin vermediği için değil."[6]

Onu tanıyan herkes ve Buffett'ın kendisi aynı şeyi söylüyor: Warren Buffett'ın itici gücü akılcılıktır. Yatırım stratejisinin itici gücü, sermayenin rasyonel tahsisidir. Bir şirketin kazancının nasıl tahsis edileceğini belirlemek, bir yöneticinin vereceği en önemli karardır. Bir tasarrufun nasıl tahsis edileceğini belirlemek, bir yatırımcının vereceği en önemli karardır. Rasyonellik –bu seçimi yaparken akılcı davranmak–, Buffett'ın en çok önemsediği niteliktir. Altta yatan belirsizliklere rağmen finans piyasalarına nüfuz eden bir mantık vardır. Buffett'ın başarısı, bu mantık çizgisini bulmasının ve onun yolundan asla sapmamasının bir sonucudur.

Analitik Avantaj

Buffett yatırım yaparken bir işletme görür. Çoğu yatırımcı yalnızca bir hisse senedi fiyatı görür. Fiyat değişikliklerini izlemek, tahmin etmek ve beklemek çok fazla zaman ve çabalarını alır. Oysa kısmen de olsa sahip oldukları şirketi anlamak için çok az zaman harcarlar. Çok basit de olsa, Buffett'ı diğerlerinden ayıran budur.

se senetlerini alma ve satma konusunda size yardımcı olmak için vardır. Borsanın sizden daha akıllı olduğuna inanıyorsanız endeks fonlarına yatırım yapmak üzere paranızı ona verin. Ancak ödevinizi yaptıysanız ve işinizi anladığınızdan eminseniz defteri kapatın.

Buffett bir bilgisayara bağlı yaşamıyor. Ekrandaki grafiklerin yukarı ve aşağı her hareketini gözlemlemiyor. Onsuz da gayet rahat görünüyor. Seçkin bir şirketin hisselerini yıllar boyunca elinizde tutmayı planlıyorsanız, günlük bazda piyasada olanların bir önemi yoktur. Piyasayı sürekli gözlemeden de portföyünüzün gayet iyi durumda olduğunu keşfettiğinizde şaşıracaksınız. Buna inanmıyorsanız bir test yapın. Kırk sekiz saat piyasaya bakmamaya çalışın. Bilgisayarınıza, ceptelefonunuza veya gazeteye bakmayın. Televizyonda veya radyoda borsa özetlerini dinlemeyin. İki günün sonunda şirketleriniz iyi durumdaysa, borsayı önce üç gün, sonra da bir hafta boyunca takip etmeyi bırakın. Çok geçmeden yatırımınızın gayet sağlıklı kalacağına ve şirketinizin, hisse senedi fiyatlarına sürekli göz atmadan da faaliyet göstermeye devam edeceğine ikna olacaksınız.

Buffett, "Biz bir hisse senedi satın aldıktan sonra piyasalar bir veya iki yıl kapansa da rahatsız olmayız," der. "İyi durumda olduğumuzu teyit etmek için See's Candies'deki %100'lük hissemizin günlük fiyatlarına ihtiyacımız yoktur. O halde neden Coca-Cola hisselerimizin fiyatına ihtiyacımız olsun?"[9] Buffett, açıkça, Berkshire'ın hisse senedi yatırımlarının haklılığını doğrulamak için piyasa fiyatlarına ihtiyaçları olmadığını söylüyor. Aynı durum bireysel yatırımcılar için de geçerlidir. Dikkatinizi borsaya çevirdiğinizde aklınızdan sadece şu soru geçmeye başladıysa Buffett'ın seviyesine yaklaştınız demektir: "Son zamanlarda bana harika fiyata iyi bir şirket satın alma fırsatı verecek aptalca bir şey yapan oldu mu?"

İnsanlar borsa hakkında olduğu kadar ekonomi hakkında da anlamsız endişelerle saatler geçirirler. Kendinizi ekonominin büyümeye mi yoksa durgunluğa mı geçeceğini, faiz oranlarının yukarı mı aşağı mı hareket edeceğini, enflasyon mu yoksa dezenflasyon mu olacağını düşünürken bulursanız: *Durun!* Biraz mola verin. Herkes gibi Buffett da ekonomiyi gözlemler. Ancak ekonominin gidişatını tahmin etmek amacıyla önemli bir zaman veya enerji harcamaz.

Yatırımcılar genellikle ekonomik bir varsayımla yola çıkarlar ve daha sonra bu büyük resme uyan hisse senetleri seçmeye başlarlar. Buffett bu düşünceyi aptalca bulur. Birincisi; hiç kimse borsa tahmin gücünün üstünde bir ekonomik tahmin gücüne sahip değildir. İkincisi; yalnızca belirli bir ekonomik ortamda kazanç getirecek hisse senetlerini seçerseniz, kaçınılmaz olarak devre ve spekülasyona davetiye çıkarırsınız. Ekonomiyi doğru tahmin etseniz de etmeseniz de kendinizi bir sonraki ekonomik senaryodan yararlanmak için sürekli portföyünüzü ayarlarken bulursunuz. Buffett, ekonomiden bağımsız olarak, kâr etme fırsatına sahip şirketlerin hisselerini satın almayı tercih eder. Makroekonomik güçler marj üzerindeki getirileri tabii ki etkileyebilir ancak Buffett'ın şirketleri, genel olarak, ekonomideki belirsizliklere rağmen gayet güzel kâr edebilir. Zamanı, yalnızca ekonomik tahminlerin doğru çıkması durumunda başarılı olacak bir dizi hisse senedi seçmekten ziyade, her türlü ekonomik durumda kâr etme kabiliyetine sahip hisseler bulmak ve edinmek için harcamak daha akıllıcadır.

Organizasyonel Avantaj

1944 yılında Avam Kamarası'na seslenen Winston Churchill, önceki gün hava saldırılarından ağır hasar almış bir binada, "Biz konutlarımızı şekillendiriyoruz, ardından konutlarımız

da bizi şekillendiriyor," demişti. Mimarların nesillerdir benimsediği bu anlamlı gerçek, Berkshire Hathaway'in ve kurucusunun şekillenmelerini anlamamıza da yardımcı oluyor. Buffett'ın avantajlarını araştırırken, kurduğu şirketin organizasyon yapısına da bakmak faydalı olacaktır.

Buffett, Berkshire Hathaway'in ilk hissesini 7 dolara satın aldığında, yarım asır sonraki Berkshire hakkında büyük bir vizyonu olduğunu sanmıyorum. Ancak Churchill'in öngördüğü gibi, şirket gerçekten de mimarının özelliklerini yansıtıyor, yatırımcı Warren Buffett da şirketinin karakteristik özelliklerini gösteriyordu.

Berkshire Hathaway'in başarısı üç temel sütun üzerine yükselir. İlk olarak, şirketin yan kuruluşları, Omaha'daki şirket genel merkezine sürekli dağ gibi nakit para gönderir. Bu nakit, devasa sigorta faaliyetlerinden oluşan güvence sermayesinden ve tamamına sahip oldukları, nakit üretme kabiliyeti olan, finansal olmayan yan kuruluşlardan gelir.

İkincisi, sermaye dağıtıcısı Buffett bu parayı alır ve daha fazla nakit yaratma fırsatları için yeniden yatırır. Bu da onun daha fazla nakit üreten şirketler satın almasını sağlar. Bu şirketlerden nakit geldikçe de... Eminim konuyu anladınız.

Son sütun, yerinden yönetimdir. Yan kuruluşların tümü, işleri yürütmek için Buffett'ın yardımına ihtiyaç duymayan çok yetenekli insanlarca yönetilir. Daha ne olsun? Böylece Buffett, enerjisinin hemen hemen tamamını en iyi becerdiği şey olan sermaye tahsisine ayırır. Buffett'ın yönetim manifestosu "iyileri işe al, işlerine az karış" şeklinde özetlenebilir. Bugün Berkshire Hathaway, seksenden fazla iştiraki ve iki yüz yetmiş binden fazla çalışanı olan bir şirkettir, ancak şirket genel merkezinde sadece yirmi üç kişi çalışır.

Aykırılar: Sekiz Sıra Dışı CEO ve Tamamen Rasyonel Başarı Modelleri adlı kitabın yazarı William Thorndike'a göre Berkshire Hathaway'in mimarisi, basit bir iş stratejisinden

daha fazlasına hizmet eder. "Buffett'ın *dünya görüşü*nün merkezinde harika insanlar ve şirketlerle uzun soluklu ilişkiler geliştirmek ve uzun süreli değer yaratmanın temeli olan ekonomik bileşik hesabın gücünü kıran gereksiz devirlerden uzak durmak vardır.[10]

Thorndike'a göre Buffett, "öncelikle hisseleri devretmekten uzak duran bir yönetici/yatırımcı/düşünür"dür.[11] Neden mi? Çünkü devretmenin bir maliyeti vardır ve bunu söylerken sadece ticari komisyonlardan ve gelir vergilerinden bahsetmiyorum.

Buffett'a göre, devretmenin, doğası gereği daha insani bir maliyeti vardır. En iyi yöneticilerce yönetilen ve en iyi hissedarlarca finanse edilen en iyi şirketlerin hisselerini topladıysanız, neden bu güçlü kombinasyondan gelen uzun vadeli değer oluşumunu bozmak isteyesiniz ki?

Buffett Gibi Düşünmeyi Öğrenmek

Yirmi küsur yıldır Warren Buffett ve eşi benzeri olmayan başarısı hakkında yazıyor ve dersler veriyorum. "Onun milyonları bende olsaydı ben de borsada çok para kazanabilirdim," yorumunu değişik türevleriyle sıkça duyarım. Bu düşünceyi hiç anlamamışımdır. Mantığı takip ederseniz, diyorlar ki, zengin olma yeteneklerini elde edebilmeniz için önce zengin olmanız gerekir. Ancak bu noktada okurlara Buffett'ın milyonlar, hatta milyarlar kazanmadan çok önce benzersiz bir yatırım süreci geliştirdiğini hatırlatmak isterim.

Sizi, kendi finansal parametreleriniz dahilinde, eğer onun doktrinlerini düşüncenize entegre edip yatırım kararlarınızı onlara dayandırırsanız, Buffett tarzı bir başarıya ulaşmanıza hiçbir engel olmadığına ikna etmek için elimden geleni yaparım. 100 dolarla başlayıp yıllar sonra milyarlarca dolara ulaşacağınızı garanti edemem ancak aynı finansal kaynak-

larla piyasada dolaşıp duran spekülatörlerden çok daha iyi iş çıkaracağınızı garanti edebilirim.

Öyleyse varsayımsal bir durum üzerinden adım adım ilerleyelim.

Farz edelim ki çok önemli bir karar vermeniz gerekiyor. Yarın, yatırım yapmak üzere bir ve yalnızca bir şirket seçme hakkınız olacak. Konuyu daha ilginç kılmak için, kararınızı verdikten sonra değiştiremeyeceğinizi ve ayrıca yatırımı on yıl boyunca elinizde tutmanız gerektiğini de varsayalım. Sonuçta, emekliliğinizde bu girişimden elde ettiğiniz kazançla geçineceksiniz. Şimdi düşünür müsünüz?

İş Doktrinleri

İş basit ve anlaşılır mı? Nasıl para kazandırdığını anlamadığınız sürece, şirketinizin geleceği hakkında akıllıca bir tahminde bulunamazsınız. Çoğu zaman insanlar, hisse senetlerine şirketin nasıl satış yaptığı, masrafları nasıl karşıladığı ve nasıl kâr ürettiği konusunda hiçbir ipucu olmadan yatırım yaparlar. Ekonomik süreci anlayabiliyorsanız soruşturmanızda akıllıca ilerlemeye hazırsınız demektir.

İşletmenin tutarlı bir faaliyet geçmişi var mı? Ailenizin geleceğini bir şirkete yatıracaksanız, şirketin zamanın testinden geçip geçmediğini bilmeniz gerekir. Geleceğinizi, farklı ekonomik döngüler ve rekabet güçleriyle karşılaşmamış yeni bir şirkete yatırmanız pek olası değildir. Şirketinizin, zaman içinde önemli kârlar elde etme becerisini gösterecek kadar uzun süredir faaliyette olduğundan emin olmalısınız.

İşletmenin uzun vadeli beklentileri olumlu mu? Satın alınacak en iyi şirket, Warren Buffett'ın *franchise* olarak tanımladığı, ihtiyaç duyulan veya arzulanan, yakın ikamesi olmayan ve fiyatları yasal düzenlemeye tabi tutulmayan şirkettir. *Franchise* şirketleri genelde onları enflasyonun etkilerine

dayanıklı kılan büyük miktarda ekonomik prestije sahiptir. Sahip olunacak en kötü iş, emtia işidir. Emtia şirketleri, rakiplerinden ayırt edilemeyen ürün veya hizmetler satar. Ekonomik prestijleri ya çok azdır veya hiç yoktur. Bir emtia işinde tek fark fiyattır. Bu işin zor yanı, rakiplerin, fiyatı bazen bir silah gibi kullanarak, sadık kalmaları umuduyla müşterileri çekmek üzere ürünlerini geçici olarak maliyetin altında satmalarıdır. Ürünlerini ara sıra maliyetin altında satan diğer işletmelerle rekabet halindeyseniz eliniz mahkûmdur.

Çoğu şirket, genellikle, ya zayıf bir *franchise* ya da güçlü bir emtia işi arasında bir yerde yer alır. Zayıf bir *franchise*, güçlü bir emtia işinden daha olumlu uzun vadeli beklentilere sahiptir. Zayıf bir *franchise* bile, yatırılan sermayeden ortalamanın üzerinde getiri elde etmesini sağlayan bir fiyatlandırma gücüne sahiptir. Tersine, güçlü bir emtia işletmesi, ortalamanın üzerinde getiri elde edebilmek için, tedarikçiler arasında en düşük maliyetlisi olmak zorundadır. *Franchise* sahibi olmanın bir avantajı da *franchise*'ın yönetim zafiyetine dayanıklı olması, ayakta kalabilmesidir; oysa emtia işinde yönetim zafiyeti ölümcüldür.

Yönetim Doktrinleri

Yönetim rasyonel mi? Borsayı veya genel ekonomiyi izlemek zorunda olmadığınıza göre, bunun yerine şirketinizin nakit parasını izleyin. Yatırımınızdan yeterli getiriyi elde edip etmeyeceğinizi, yönetimin, nakit kazançlarını nasıl değerlendirdiği belirleyecektir. İşletmeniz operasyonel kalmak için gerekenden daha fazla nakit üretiyorsa, ki böyle olması arzu edilir, yönetimin eylemlerini yakından izleyin. Rasyonel bir yönetici fazla nakdi yalnızca sermaye maliyetinden daha yüksek oranlarda kazanç sağlayan projelere yatıracaktır. Bu oranlar mevcut değilse, rasyonel yönetici, temettüleri

artırarak ve hisse senetlerini geri alarak parayı hissedarlara iade edecektir. Rasyonel olmayan yönetici, parayı hissedarlara dağıtmak yerine sürekli fazla nakdi harcamanın yollarını arar. Böyleleri, sermaye maliyetinin altında getiri sağlayan yerlere yatırım yaparak kendini ele verir.

Yönetim, hissedarlarına dürüst mü? Şirketinizin icra kurulu başkanıyla oturup konuşma fırsatınız olmasa da, hissedarlarıyla iletişim kurma biçimlerinden CEO'lar hakkında çok şey öğrenebilirsiniz. Yöneticiniz, işteki ilerlemeleri, her bir faaliyet alanının nasıl performans gösterdiğini anlayacağınız şekilde raporluyor mu? Yönetim, başarılarını ilan ettiği kadar başarısızlıklarını da açıkça itiraf ediyor mu? En önemlisi; yönetim, şirketin ana hedefinin hissedarlarının yatırım getirisini maksimize etmek olduğunu açıkça dile getiriyor mu?

Yönetim kurumsal mecburiyetlere direniyor mu? Yöneticilerin mantıksız ve hissedarlarının çıkarlarına aykırı davranmalarına neden olan güçlü, görünmeyen bir el vardır. Bu el kurumsal mecburiyet, yani "diğer şirketler öyle yapıyorsa, öyle yapılması gerekir" mantığına dayanan eylemleri savunan, lemmingler tarzı akılsızca taklittir. Yöneticilerin tek başlarına düşünme ve sürü psikolojisinden kaçınma yetenekleri yetkinliklerinin bir ölçüsüdür.

Finansal Doktrinler

Hisse başına kazanca değil, özsermaye getirisine odaklanın. Çoğu yatırımcı, bir şirketin yıllık performansını hisse başına kazanca göre değerlendirir ve bir önceki yıla göre rekor kırıp kırmadığını veya büyük bir artış yapıp yapmadığını izler. Ancak şirketler, önceki yıl kazancının bir kısmını ellerinde tutarak sermaye tabanlarına sürekli katkıda bulundukları için, kazançlardaki artış (hisse başına kazancı otomatik

olarak artırır) gerçekten anlamsızdır. Şirketler yüksek sesle "hisse başına rekor kazanç" haberleriyle yatırımcıları yanlış yönlendirir ve yönetimin her yıl üstün başarı gösterdiğine inandırmaya çalışırlar. Özsermaye getirisi, yani işletme kazançlarının özsermayeye oranı, yıllık performansın daha doğru bir ölçüsüdür çünkü şirketin sürekli büyüyen sermaye tabanını dikkate alır.

"Hissedar kazançlarını" hesaplayın. Bir işletmenin değerini nakit yaratma yeteneği belirler. Buffett nakit tüketen değil, ihtiyaçlarının üzerinde nakit üreten şirketlere bakar. Ancak bir şirketin değerini belirlerken tüm kazançların bir olmayacağını anlamakta yarar vardır. Sabit varlıkların kâra oranının yüksek olduğu şirketler, sabit varlıkların kâra oranının düşük olduğu şirketlere göre daha büyük dağıtılmamış kâr payına ihtiyaç duyacaklardır çünkü kazançların bir kısmının, bu varlıkları sürdürmek ve çoğaltmak için, tahsis edilmesi gerekir. Bu nedenle, muhasebe kazançlarının işletmenin nakit yaratma kabiliyetini yansıtacak şekilde ayarlanması gerekir.

Buffett'ın "hissedar kazançları" olarak adlandırdığı şey daha doğru bir resim sunar. Hissedar kazançlarını belirlemek için yıpranma, tükenme ve amortisman masrafları net gelire eklenir ve ardından şirketin ekonomik konumunu ve birim hacmini korumak için ihtiyaç duyduğu sermaye harcamaları bundan çıkarılır.

Yüksek kâr marjı olan şirketler arayın. Yüksek kâr marjları yalnızca güçlü bir şirketi değil, aynı zamanda yönetimin maliyetleri kontrol etme konusundaki kararlı ruhunu yansıtır. Buffett, maliyet bilincine sahip yöneticileri sever, maliyetleri artıran yöneticilerden de nefret eder. Hissedarlar dolaylı olarak şirketin kârının da sahibidirler. Akılsızca harcanan her dolar, hisse sahiplerini bir dolar kârdan mahrum eder. Buffett, yıllar içinde, yüksek maliyetli operasyonları olan şir-

ketlerin genelde maliyetlerini sürdürmenin veya artırmanın yollarını bulduklarını, ortalamanın altında maliyetleri olan şirketlerin ise giderleri azaltmanın yollarını bulduklarını gözlemlemiştir.

Alıkoyulan her dolar için şirketin en az bir dolarlık piyasa değeri yarattığından emin olun. Bu size sadece şirketin gücünü değil, aynı zamanda yönetimin şirketin kaynaklarını ne kadar rasyonel tahsis ettiğini de gösterecek hızlı bir finansal testtir. Bir şirketin net gelirinden, hissedarlara ödenen tüm temettüleri çıkarın. Geriye kalan, şirketin alıkoyulmuş kazancıdır. Şimdi, şirketin on yıllık dönemdeki alıkoyulmuş kazançlarını ekleyin. Ardından, şirketin mevcut piyasa değeri ile on yıl önceki piyasa değeri arasındaki farkı belirleyin. Şirketiniz bu on yıllık süre içinde alıkoyulan kazançları verimsiz bir şekilde çalıştırdıysa, piyasa onun ardından yetişecek ve şirket için düşük bir fiyat belirleyecektir. Şirketin piyasa değerindeki artış, alıkoyulan geçmiş yıl kârlarının toplamından daha az ise, şirket geriye doğru gidiyor demektir. Ancak şirketiniz, alıkoyulmuş sermayeden ortalamanın üzerinde getiri elde edebildiyse, şirketin piyasa değerindeki artış, şirketin alıkoyulmuş kazançlarının toplamını aşmalı; yani elde tutulan her dolar için bir dolardan fazla piyasa değeri yaratmış olmalıdır.

Piyasa Doktrinleri

Şirketin değeri nedir? Bir şirketin değeri, şirketin ömrü boyunca ortaya çıkması beklenen, uygun bir faiz oranıyla iskonto edilmiş tahmini nakit akışıdır. Bir şirketin nakit akışı, şirketin hissedar kazancıdır. Hissedar kazançlarını uzun bir süre boyunca ölçerek, tutarlı bir şekilde ortalama bir oranda mı büyüdüklerini yoksa sadece sabit bir değer etrafında mı dönüp durduklarını anlayabilirsiniz.

Şirketin kısa vadeli kazançları varsa, bu kazançları uzun vadeli faiz oranıyla iskonto etmelisiniz. Hissedar kazançları tahmin edilebilir bir büyüme modeli gösteriyorsa, iskonto oranı bu büyüme ile orantılı seçilebilir. Şirketin gelecekteki büyüme oranı konusunda aşırı iyimser olmayın. Gelecek beklentilerini heyecanla şişirmektense ihtiyatlı bir tahmin yapmak daha iyidir. Buffett, iskonto faktörü olarak uzun vadeli ABD Hazine bonolarının oranını kullanır. Bu iskonto oranına özsermaye risk primi eklemez, ancak faiz oranları düşme eğilime girdiğinde iskonto oranını yukarı doğru çeker.

Şirket hisseleri, değerlerinin çok altında bir fiyata satın alınabilir mi? Bir şirketin değerini belirledikten sonraki adım, piyasa fiyatına bakmaktır. Buffett'ın kuralı, şirketin hisselerini, yalnızca fiyatı değerinden önemli ölçüde düşük olduğunda satın almaktır. Not: Buffett ancak son adımda borsa fiyatına bakar.

Bir şirketin değerini hesaplamak matematiksel olarak karmaşık değildir. Ancak analist, şirketin gelecekteki nakit akışını yanlış tahmin edince sorunlar ortaya çıkar. Buffett bu sorunu iki şekilde ele alır: Birincisi; karakteri basit ve istikrarlı olan şirketlerle çalışarak, gelecekteki nakit akışlarını doğru tahmin etme şansını artırır. İkincisi; satın aldığı her şirkette, şirketin satın alma fiyatı ile belirlenen değeri arasında ısrarla bir güvenlik marjı bırakır. Bu güvenlik marjı, onu -ve sizi- şirketlerin gelecekteki nakit akışlarındaki değişimlerden korur.

***

Artık hisse senedi kiracısı değil, şirket sahibi olduğunuza göre, teorik portföyünüzü sadece bir yerine birkaç hisse senedine genişletmeye hazırsınız demektir. Artık başarınızı

yalnızca fiyat değişikliği ile ölçmediğinize ve hisse senetlerinin yıllık fiyat değişikliklerini karşılaştırmayı bıraktığınıza göre, mevcut en iyi işletmeleri bulup seçme özgürlüğüne sahipsiniz. Portföyünüze başlıca tüm sektörleri dahil etmeniz gerektiğini söyleyen bir yasa yoktur. Yeterli çeşitlendirmeye ulaşmak için portföyünüze 40, 50, 60, hatta 100 hisse senedi dahil etmeniz de gerekmez.

Buffett'ın Doktrinleri

İş Doktrinleri

İş basit ve anlaşılır mı?
İşletmenin tutarlı bir faaliyet geçmişi var mı?
İşletmenin uzun vadeli beklentileri olumlu mu?

Yönetim Doktrinleri

Yönetim rasyonel mi?
Yönetim, hissedarlarına dürüst mü?
Yönetim kurumsal mecburiyetlere direniyor mu?

Finansal Doktrinler

Hisse başına düşen kâr yerine, sermaye getirisine odaklanın.
"Hissedar kazançlarını" hesaplayın.
Yüksek kâr marjına sahip şirketler arayın.
Alıkoyduğu her bir dolar için, şirketin en az bir dolar piyasa değeri kazandığından emin olun.

Piyasa Doktrinleri

Şirketin değeri nedir?
Şirket hisseleri, değerlerinin çok altında bir fiyata satın alınabilir mi?

Buffett, geniş çeşitliliğin, yalnızca yatırımcılar ne yaptıklarını anlamadıklarında gerekli olduğuna inanır. Bu "hiçbir şey bilmeyen" yatırımcılar hisse senetleri almak istiyorlarsa, çok çeşitli menkul kıymetlere sahip olmalı ve zaman içinde alımlarını çeşitlendirmeye devam etmelidirler. Başka bir deyişle, hiçbir şey bilmeyen yatırımcılar bir endeks fonuna yatırım yapmalı ve ortalama dolar maliyetli alımları tercih etmelidir. Endeks yatırımcısı olmanın utanılacak bir yanı yoktur. Aslında Buffett, endeks yatırımcılarının, yatırım profesyonellerinin çoğundan daha iyi performans göstereceğini söyler. "Gariptir ki," der Buffett, "'aptal' para, sınırlarının farkına varınca aptal olmaktan çıkar."[12]

"Öte yandan," der Buffett, "bir şeyler bilen bir yatırımcıysanız, işletme ekonomisini anlayabiliyor ve önemli uzun vadeli rekabet avantajlarına sahip beş ila on makul fiyatlı şirket bulabiliyorsanız, geleneksel çeşitlendirme sizin için hiçbir anlam ifade etmez."[13] "Düşünün bir," der, "hisselerine sahip olduğunuz şirketin finansal riski düşükse, uzun vadeli beklentileri iyiyse, neden bu en iyi seçeneğe para eklemek yerine yirminci favori şirketinize para yatırasınız ki?"

Şimdi, tek bir hisse senedinden daha geniş olan teorik portföyünüzün durumunu düşünün. Tıpkı Buffett'ın yaptığı gibi, sahip olduğunuz işletmelerin ekonomik ilerlemesini, gözden geçirilmiş kazançlarını hesaplayarak ölçebilirsiniz. Şirketlerinizin toplam kazanç gücünü hesaplamak için, hisse başına kazancı, sahip olduğunuz hisse sayısıyla çarpın. Buffett, şirket sahibinin amacının, on yıl içinde en yüksek düzeyde gözden geçirilmiş kazanç sağlayacak bir şirket portföyü oluşturmak olduğunu söyler.

Portföyünüzdeki en yüksek önceliğiniz fiyat değişiklikleri değil de gözden geçirilmiş kazançlarınızın artması haline geldiğinde, birçok şey değişmeye başlar. Birincisi, sırf kâr ettiniz diye en iyi hisselerinizi satma olasılığınız azalır. İronik

bir şekilde, şirket yöneticileri kendi iş süreçlerine odaklandıklarında bunu anlarlar. "Uzun vadede mükemmel ekonomiye sahip bir yan kuruluşa sahip bir ana şirketin," diye açıklar Buffett, "fiyatı ne olursa olsun, o şirketi satma olasılığı düşüktür."[14] Şirketinin değerini artırmak isteyen bir CEO, tacındaki en önemli mücevheri satmayacaktır. Ama aynı CEO, kişisel portföyündeki hisse senetlerini, "Kârlı hisse senedi sattım diye batacak değilim," diyerek dürtüsel olarak satabilir. "Bizim görüşümüze göre," diye açıklar Buffett, "iş dünyasındaki mantık, hisse senetlerinde de geçerli olmalıdır: Bir yatırımcı, olağanüstü bir şirketin, sahibi olduğu küçük bir parçasını bile tüm şirkete sahip bir iş insanının sergileyeceği kararlılıkla elinde tutmalıdır."[15]

Artık bir şirketler portföyü yönettiğinize göre, yalnızca en iyi şirketlerinizi satmaktan kaçınmakla kalmayacak, aynı zamanda çok daha büyük bir dikkatle satın almak için yeni şirketler arayacaksınız. Bir şirketler portföyü yöneticisi olarak, sırf nakit rezervleriniz var diye marjinal bir şirketi satın almanın cazibesine kapılmamalısınız. Şirket, ilkelerinizin süzgecinden geçmiyorsa onu satın almayın. Sabırlı olun ve doğru şirketi bekleyin. Alıp satmadığınızda ilerleme kaydetmediğinizi varsaymak hatadır. Buffett'a göre, ömür boyu yüzlerce akilane karar vermek çok zordur. Portföyünü yalnızca birkaç akıllıca karar gerektirecek şekilde sabitlemeyi tercih eder.

Kendi Yolunuzu Bulmak

"Zihnin hem somut hem de soyut kalıplar bulma eğilimi, onun düzensizliğe karşı isyanının göstergesidir."[16] George Johnson'ın *Fire in the Mind** kitabında geçen bu sözler, tüm yatırımcıların karşılaştığı ikilemi gözler önüne serer.

* George Johnson, Vintage, 1996

Johnson'a göre; zihin, kalıplar arar; kalıplar düzen getirir, bu da kaynaklarımızı planlamamıza ve değerlendirmemize olanak tanır.

Anlamaya başlıyoruz ki Buffett hep kalıpların, bir şirketi analiz ederken bulunabilecek modellerin arayışındaki bir insandır. Ayrıca bu iş kalıplarının, bir noktada hisse senedi fiyatlarının gelecekteki seyrini de göstereceğini bilir. Elbette, hisse senedi fiyat kalıpları, iş kalıbındaki her değişikliği zorunlu bir şekilde takip etmeyecektir ancak zaman ufkunuz yeterince uzunsa, sonunda, fiyat kalıplarının iş kalıplarıyla nasıl eşleştiğini görebilirsiniz.

Birçok yatırımcı günümüzde kalıpları yanlış yerlerde arıyor. Kısa vadeli fiyat değişikliklerini öngörmek için kullanılabilecek kalıplar olduğundan emin davranıyorlar. Ama yanılıyorlar. Borsanın gelecekteki yönünü tahmin etmek için hiçbir öngörülebilir kalıp yoktur. Bilinen kalıplar da tekrar edilebilir değildir. Yine de yatırımcılar bu kalıpları arar durur.

Yatırımcılar, geçerli bir kalıp bulamadıkları bir dünyada nasıl manevra yaparlar? Bunun cevabı, doğru düzlemde doğru yere bakmaktır. Ekonomi ve bir bütün olarak piyasa çok karmaşık ve tahmin yürütülemeyecek kadar büyük olsa da, şirket düzeyinde anlaşılabilir kalıplar vardır. Her şirketin içinde iş kalıpları, yönetim kalıpları ve finansal kalıplar vardır.

Bu kalıpları incelerseniz, şirketin geleceği hakkında çoğu durumda makul bir öngörüde bulunabilirsiniz. Warren Buffett, milyonlarca yatırımcının öngörülemeyen davranış kalıplarına değil, bu kalıplara odaklanır. Buffett, "Temel finans bilgilerinin belirlediği ağırlıkları değerlendirmeyi, psikolojinin belirlediği insan seçimlerini değerlendirmekten her zaman daha kolay buldum," der.[17]

Kesin olarak söyleyebileceğimiz bir şey varsa o da, yatırım getirimizi artırma ve genel riski azaltmada bilginin önemli rol oynadığıdır. Yatırım ve spekülasyonu birbirinden ayıran

şeyin de bilgi olduğunu söyleyebileceğimize inanıyorum. Sonuçta şirketleriniz hakkında ne kadar çok şey bilirseniz, saf spekülasyonun düşüncelerinize ve eylemlerinize hâkim olma olasılığı o kadar azalır.

Finans yazarı Ron Chernow, "Finansal sistemlerin toplumların değerlerini yansıttığını," iddia eder.[18] Bunun büyük ölçüde doğru olduğuna inanıyorum. Değerlerimizi zaman zaman yanlış konumlandırırız ve sonra piyasalarımız spekülatif güçlere yenik düşer. Sonra kendimizi düzeltir ve finansal yürüyüşümüze devam ederiz; ardından, tökezleyip yıkıcı alışkanlıklarımıza geri döneriz. Bu kısır döngüyü kırmanın bir yolu, neyin fayda edip neyin etmediğine dair kendimizi bilinçlendirmektir.

Buffett da başarısızlıklardan nasibini almıştır ve şüphesiz, önümüzdeki yıllarda tek tük de olsa yine alacaktır. Ancak yatırım başarısı, yanılmazlıkla eşanlamlı değildir. Aksine, yanlıştan çok doğru yapmakla edinilir. Warren Buffett Tarzı da farklı değildir. Bir yatırım yaklaşımı olarak başarısı, kolayca yanlış yapabileceğiniz çok sayıda ve kafa karıştırıcı şeyi (piyasaları, ekonomiyi ve hisse senedi fiyatlarını öngörmeye çalışma) ortadan kaldırıp, az sayıda ve basit doğruları (temelde işletmelere değer biçmek) benimsetmesinden ileri gelir. Buffett hisse senedi satın alırken iki basit değişkene odaklanır: şirketin fiyatı ve değeri. Şirketin fiyatı, borsaya bakılarak bulunabilir. Değerin belirlenmesi bir miktar hesaplama gerektirir ancak bu, biraz ev ödevi yapmayı göze alacakların kıvıramayacağı bir iş değildir.

Artık borsa, ekonomi veya hisse senedi fiyatlarını tahmin etme konusunda kafa yormayacağınıza göre, işin kendisini anlamak için daha fazla zamanınız vardır. Bir şirket sahibi olarak, bilginizi artıracak yıllık raporları, iş ve sektör makalelerini okuyarak zamanı daha verimli kullanabilirsiniz. Aslında kendi işinizi öğrenmeye duyduğunuz bu istek, insanlara

mantıksız eylemlerde bulunmalarını tavsiye ederek geçimini sağlayan başkalarına olan bağımlılığınızı da azaltır.

Sonuçta, en iyi yatırım fikirleri kendi işinizi yapmanızdan dolayı sizden gelecektir. Sakın gözünüz korkmasın. Warren Buffett Tarzı, çoğu ciddi yatırımcının kapasitesini aşan bir şey değildir. Bu yaklaşımı başarılı bir şekilde uygulamak için, şirket değerleme konusunda işletme yüksek lisansı düzeyinde bir otorite olmanız gerekmez. Yine de bu doktrinleri kendiniz uygulamaktan tedirginseniz, hiçbir şey bu soruları mali danışmanınıza sormanıza engel değildir. Aslında fiyat ve değer konusunda ne kadar çok kişiye danışırsanız Warren Buffett Tarzı'nı o kadar çok anlamaya ve takdir etmeye başlarsınız.

Buffett hayatı boyunca farklı yatırım hamleleri denedi. Küçük yaşta hisse senedi grafikleri çizdi. Menkul kıymetler analizini sektörün en parlak finansal zekâsı Benjamin Graham'dan öğrendi. Erken dönemde Phil Fisher'ın yatırım stratejilerinden yararlandı. Ve Charlie Munger ile ortak olarak öğrendiği her şeyi pratiğe dökme şansı yakaladı. Buffett, altmış yıl süren ve hâlâ da devam eden kariyeri boyunca sayısız ekonomik, politik ve askeri sıkıntıyla karşı karşıya kaldı ve yine de hepsinden çıkmayı başardı. Tüm dikkat dağıtıcı şeylerin arasından sıyrılıp kendi yolunu buldu. Kişiliğiyle bağdaşan ve her şeyin yerli yerine oturduğu yatırım stratejisine erişti. Buffett, "[Yatırım] tutumumuz, kişiliklerimize ve hayatlarımızı yaşamayı istediğimiz şekle uyar," der.[19]

Buffett'ın tavrında bu uyum kolayca görülebilir. Her zaman iyimser ve destekleyicidir. Her gün işine büyük bir heyecanla gider. "Hayatta istediğim her şeye sahibim," der. "Her günümü seviyorum. Demek istediğim, burada coşkuyla dans edip duruyorum ve yalnızca sevdiğim insanlarla çalışıyorum."[20] Ve ekler: "Dünyada Berkshire'ı yönetmekten daha eğlenceli bir iş yok ve bulunduğum yerde olduğum için kendimi şanslı sayıyorum."[21]

Ek

Tablo A.1 Berkshire Hathaway 1977 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
934.300	The Washington Post Company	$10.628	$33.401
1.969.953	GEICO Convertible Preferred	19.417	33.033
592.650	Interpublic Group of Companies	4.531	17.187
220.000	Capital Cities Communications, Inc.	10.909	13.228
1.294.308	GEICO Common Stock	4.116	10.516
324.580	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	11.218	9.981
226.900	Knight-Ridder Newspapers	7.534	8.736
170.800	Ogilvy & Mather International	2.762	6.960
1.305.800	Kaiser Industries, Inc.	778	6.039
	Toplam	$71.893	$139.081
	Diğer tüm hisse senetleri	34.996	41.992
	Toplam hisse senedi	$106.889	$181.073

Kaynak: Berkshire Hathaway 1977 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.2 Berkshire Hathaway 1978 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
934.000	The Washington Post Company	$10.628	$43.445
1.986.953	GEICO Convertible Preferred	19.417	28.314
953.750	SAFECO Corporation	23.867	26.467
592.650	Interpublic Group of Companies	4.531	19.039
1.066.934	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	18.085	18.671
453.800	Knight-Ridder Newspapers	7.534	10.267
1.294.308	GEICO Common Stock	4.116	9.060
246.450	American Broadcasting Companies	6.082	8.626
	Toplam	$94.260	$169.889
	Diğer tüm hisse senetleri	39.506	57.040
	Toplam hisse senedi	$133.766	$220.929

Kaynak: Berkshire Hathaway 1978 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.3 Berkshire Hathaway 1979 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
5.730.114	GEICO Corp. (common stock)	$28.288	$68.045
1.868.000	The Washington Post Company	10.628	39.241
1.007.500	Handy & Harman	21.825	38.537
953.750	SAFECO Corporation	23.867	35.527
711.180	Interpublic Group of Companies	4.531	23.736
1.211.834	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	20.629	23.328
771.900	F.W. Woolworth Company	15.515	19.394
328.700	General Foods, Inc.	11.437	11.053
246.450	American Broadcasting Companies	6.082	9.673
289.700	Affiliated Publications	2.821	8.800
391.400	Ogilvy & Mather International	3.709	7.828

(Devam)

Tablo A.3 (Devam)

282.500	Media General, Inc.	4.545	7.345
112.545	Amerada Hess	2.861	5.487
	Toplam	$156.738	$297.994
	Diğer tüm hisse senetleri	28.675	36.686
	Toplam hisse senedi	$185.413	$334.680

Kaynak: Berkshire Hathaway 1979 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.4 Berkshire Hathaway 1980 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
7.200.000	GEICO Corporation	$47.138	$105.300
1.983.812	General Foods	62.507	59.889
2.015.000	Handy & Harman	21.825	58.435
1.250.525	SAFECO Corporation	32.063	45.177
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	42.277
464.317	Aluminum Company of America	25.577	27.685
1.211.834	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	20.629	27.569
711.180	Interpublic Group of Companies	4.531	22.135
667.124	F.W. Woolworth Company	13.583	16.511
370.088	Pinkerton's, Inc.	12.144	16.489
475.217	Cleveland-Cliffs Iron Company	12.942	15.894
434.550	Affiliated Publications, Inc.	2.821	12.222
245.700	R.J. Reynolds Industries	8.702	11.228
391.400	Ogilvy & Mather International	3.709	9.981
282.500	Media General	4.545	8.334
247.039	National Detroit Corporation	5.930	6.299
151.104	The Times Mirror Company	4.447	6.271
881.500	National Student Marketing	5.128	5.895
	Toplam	$298.848	$497.591

(Devam)

Tablo A.4 (Devam)

Diğer tüm hisse senetleri	26.313	32.096
Toplam hisse senedi	$325.161	$529.687

Kaynak: Berkshire Hathaway 1980 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.5 Berkshire Hathaway 1981 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
7.200.000	GEICO Corporation	$47.138	$199.800
1.764.824	R.J. Reynolds Industries	76.668	83.127
2.101.244	General Foods	66.277	66.714
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	58.160
2.015.000	Handy & Harman	21.825	36.270
785.225	SAFECO Corporation	21.329	31.016
711.180	Interpublic Group of Companies	4.531	23.202
370.088	Pinkerton 's, Inc.	12.144	19.675
703.634	Aluminum Company of America	19.359	18.031
420.441	Arcata Corporation	14.076	15.136
475.217	Cleveland-Cliffs Iron Company	12.942	14.362
451.650	Affiliated Publications, Inc.	3.297	14.362
441.522	GATX Corporation	17.147	13.466
391.400	Ogilvy & Mather International	3.709	12.329
282.500	Media General	4.545	11.088
	Toplam	$335.615	$616.490
	Diğer tüm hisse senetleri	16.131	22.739
	Toplam hisse senedi	$351.746	$639.229

Kaynak: Berkshire Hathaway 1981 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.6 Berkshire Hathaway 1982 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
7.200.000	GEICO Corporation	$47.138	$309.600
3.107.675	R.J. Reynolds Industries	142.343	158.715
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	103.240
2.101.244	General Foods	66.277	83.680
1.531.391	Time, Inc.	45.273	79.824
908.800	Crum & Forster	47.144	48.962
2.379.200	Handy & Harman	27.318	46.692
711.180	Interpublic Group of Companies	4.531	34.314
460.650	Affiliated Publications, Inc.	3.516	16.929
391.400	Ogilvy & Mather International	3.709	17.319
282.500	Media General	4.545	12.289
	Toplam	$402.422	$911.564
	Diğer tüm hisse senetleri	21.611	34.058
	Toplam hisse senedi	$424.033	$945.622

Kaynak: Berkshire Hathaway 1982 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.7 Berkshire Hathaway 1983 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
6.850.000	GEICO Corporation	$47.138	$398.156
5.618.661	R.J. Reynolds Industries	268.918	314.334
4.451.544	General Foods	163.786	228.698
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	136.875
901.788	Time, Inc.	27.732	56.860
2.379.200	Handy & Harman	27.318	42.231
636.310	Interpublic Group of Companies	4.056	33.088
690.975	Affiliated Publications, Inc.	3.516	26.603

(Devam)

Tablo A.7 (Devam)

250.400	Ogilvy & Mather International	2.580	12.833
197.200	Media General	3.191	11.191
	Toplam	$558.863	$1.260.849
	Diğer tüm hisse senetleri	7.485	18.044
	Toplam hisse senedi	$566.348	$1.278.913

Kaynak: Berkshire Hathaway 1983 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.8 Berkshire Hathaway 1984 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
6.850.000	GEICO Corporation	$47.138	$397.300
4.047.191	General Foods	149.870	226.137
3.895.710	Exxon Corporation	173.401	175.307
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	149.955
2.553.488	Time, Inc.	89.237	109.162
740.400	American Broadcasting Companies	44.416	46.738
2.379.200	Handy & Harman	27.318	38.662
690.975	Affiliated Publications, Inc.	3.516	32.908
818.872	Interpublic Group of Companies	2.570	28.149
555.949	Northwest Industries	26.581	27.242
	Toplam	$573.340	$1.231.560
	Diğer tüm hisse senetleri	11.634	37.326
	Toplam hisse senedi	$584.974	$1.268.886

Kaynak: Berkshire Hathaway 1984 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.9 Berkshire Hathaway 1985 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
6.850.000	GEICO Corporation	$45.713	$595.950
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	205.172
900.800	American Broadcasting Companies	54.435	108.997
2.350.922	Beatrice Companies, Inc.	106.811	108.142
1.036.461	Affiliated Publications, Inc.	3.516	55.710
2.553.488	Time, Inc.	20.385	52.669
2.379.200	Handy & Harman	27.318	43.718
	Toplam	$267.909	$1.170.358
	Diğer tüm hisse senetleri	7.201	27.963
	Toplam hisse senedi	$275.110	$1.198.321

Kaynak: Berkshire Hathaway 1985 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.10 Berkshire Hathaway 1986 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
2.990.000	Capital Cities/ABC, Inc.	$515.775	$801.694
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	674.725
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	269.531
2.379.200	Handy & Harman	27.318	46.989
489.300	Lear Siegler, Inc.	44.064	44.587
	Toplam	$642.601	$1.837.526
	Diğer tüm hisse senetleri	12.763	36.507
	Toplam hisse senedi	$655.364	$1.874.033

Kaynak: Berkshire Hathaway 1986 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.11 Berkshire Hathaway 1987 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
3.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	$517.500	$1.035.000
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	756.925
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	323.092
	Toplam hisse senedi	$572.944	$2.115.017

Kaynak: Berkshire Hathaway 1987 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.12 Berkshire Hathaway 1988 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
3.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	$517.500	$1.086.750
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	849.400
14.172.500	The Coca-Cola Company	592.540	632.448
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	364.126
2.400.000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71.729	121.200
	Toplam hisse senedi	$1.237.213	$3.053.924

Kaynak: Berkshire Hathaway 1988 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.13 Berkshire Hathaway 1989 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
23.350.000	The Coca-Cola Company	$1.023.920	$1.803.787
3.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	517.500	1.692.375
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	1.044.625
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	486.366
2.400.000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71.729	161.100
	Toplam hisse senedi	$1.668.593	$5.188.253

Kaynak: Berkshire Hathaway 1989 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.14 Berkshire Hathaway 1990 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
46.700.000	The Coca-Cola Company	$1.023.920	$2.171.550
3.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	517.500	1.377.375
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	1.110.556
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	342.097
2.400.000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71.729	117.000
	Toplam hisse senedi	$1.958.024	$5.407.953

Kaynak: Berkshire Hathaway 1990 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.15 Berkshire Hathaway 1991 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
46.700.000	The Coca-Cola Company	$1.023.920	$3.747.675
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	1.363.150
24.000.000	The Gillette Company	600.000	1.347.000
3.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	517.500	1.300.500
2.495.200	Federal Home Loan Mortgage Corp.	77.245	343.090
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	336.050
31.247.000	Guinness plc	264.782	296.755
5.000.000	Wells Fargo & Company	289.431	290.000
	Toplam hisse senedi	$2.828.322	$9.024.220

Kaynak: Berkshire Hathaway 1991 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.16 Berkshire Hathaway 1992 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
93.400.000	The Coca-Cola Company	$1.023.920	$3.911.125
34.250.000	GEICO Corporation	45.713	2.226.250
3.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	517.500	1.523.500
24.000.000	The Gillette Company	600.000	1.365.000
16.196.700	Federal Home Loan Mortgage Corp.	414.527	783.515
6.358.418	Wells Fargo & Company	380.983	485.624
4.350.000	General Dynamics	312.438	450.769
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	396.954
38.335.000	Guinness plc	333.019	299.581
	Toplam hisse senedi	$3.637.831	$11.442.318

Kaynak: Berkshire Hathaway 1992 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.17 Berkshire Hathaway 1993 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
93.400.000	The Coca-Cola Company	$1.023.920	$4.167.975
34.250.000	GEICO Corporation	45.713	1.759.594
24.000.000	The Gillette Company	600.000	1.431.000
2.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	345.000	1.239.000
6.791.218	Wells Fargo & Company	423.680	878.614
13.654.600	Federal Home Loan Mortgage Corp.	307.505	681.823
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	440.148
4.350.000	General Dynamics	94.938	401.287
38.335.000	Guinness plc	333.019	270.822
	Toplam hisse senedi	$3.183.506	$11.269.463

Kaynak: Berkshire Hathaway 1993 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.18 Berkshire Hathaway 1994 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
93.400.000	The Coca-Cola Company	$1.023.920	$5.150.000
24.000.000	The Gillette Company	600.000	1.797.000
20.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	345.000	1.705.000
34.250.000	GEICO Corporation	45.713	1.678.250
6.791.218	Wells Fargo & Company	423.680	984.272
27.759.941	American Express Company	723.919	818.918
13.654.600	Federal Home Loan Mortgage Corp.	270.468	644.441
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	418.983
19.453.300	PNC Bank Corporation	503.046	410.951
6.854.500	Gannett Co., Inc.	335.216	365.002
	Toplam hisse senedi	$4.280.693	$13.972.817

Kaynak: Berkshire Hathaway 1994 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının binde biridir.

Tablo A.19 Berkshire Hathaway 1995 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
49.456.900	American Express Company	$1.392,70	$2.046,30
20.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	345,00	2.467,50
100.000.000	The Coca-Cola Company	1.298,90	7.425,00
12.502.500	Federal Home Loan Mortgage Corp.	260,10	1.044,00
34.250.000	GEICO Corporation	45,70	2.393,20
48.000.000	The Gillette Company	600,00	2.502,00
6.791.218	Wells Fargo & Company	423,70	1.466,90
	Toplam hisse senedi	$4.366,10	$19.344,90

Kaynak: Berkshire Hathaway 1995 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.20 Berkshire Hathaway 1996 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
49.456.900	American Express Company	$1.392,70	$2.794,20
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.298,90	10.525,00
24.614.214	The Walt Disney Company	577,00	1.716,00
64.246.000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	333,40	1.772,80
48.000.000	The Gillette Company	600,00	3.732,00
30.156.600	McDonald's Corporation	1.265,30	1.368,40
1.727.765	The Washington Post Company	10,60	579,00
7.291.418	Wells Fargo & Company	497,80	1.966,90
	Toplam hisse senedi	$5.975,70	$24.455,20

Kaynak: Berkshire Hathaway 1996 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aksinin milyonda biridir.

Tablo A.21 Berkshire Hathaway 1997 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
49.456.900	American Express Company	$1.392,70	$4.414,00
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.298,90	13.337,50
21.563.414	The Walt Disney Company	381,20	2.134,80
63.977.600	Freddie Mac	329,40	2.683,10
48.000.000	The Gillette Company	600,00	4.821,00
23.733.198	Travelers Group Inc.	604,40	1.278,60
1.727.765	The Washington Post Company	10,60	840,60
6.690.218	Wells Fargo & Company	412,60	2.270,90
	Toplam hisse senedi	$5.029,80	$31.780,50

Kaynak: Berkshire Hathaway 1997 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aksinin milyonda biridir.

Tablo A.22 Berkshire Hathaway 1998 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet*	Piyasa Değeri
50.536.900	American Express Company	$1.470	$5.180
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	13.400
51.202.242	The Walt Disney Company	281	1.536
60.298.000	Freddie Mac	308	3.885
96.000.000	The Gillette Company	600	4.590
1.727.765	Travelers Group Inc.	11	999
63.595.180	The Washington Post Company	392	2.540
	Diğer	2.683	5.135
	Toplam hisse senedi	$7.044	$37.265

*Toplamda GAAP maliyetinden 1,5 milyar dolar daha az olan vergilendirilmiş maliyettir.

Kaynak: Berkshire Hathaway 1998 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.23 Berkshire Hathaway 1999 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet*	Piyasa Değeri
50.536.900	American Express Company	$1.470	$8.402
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	11.650
59.559.300	The Walt Disney Company	281	1.536
60.298.000	Freddie Mac	294	2.803
96.000.000	The Gillette Company	600	3.954
1.727.765	The Washington Post Company	11	960
59.136.680	Wells Fargo & Company	349	2.391
	Diğer	4.180	6.848
	Toplam hisse senedi	$8.203	$37.008

*Toplamda GAAP maliyetinden 691 milyon dolar daha az olan vergilendirilmiş maliyettir.

Kaynak: Berkshire Hathaway 1999 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.24 Berkshire Hathaway 2000 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.470	$8.329
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	12.188
96.000.000	The Gillette Company	600	3.468
1.727.765	The Washington Post Company	11	1.866
55.071.380	Wells Fargo & Company	319	3.867
	Diğer	6.703	9.501
	Toplam hisse senedi	$10.402	$37.619

Kaynak: Berkshire Hathaway 2000 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.25 Berkshire Hathaway 2001 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.470	$5.410
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	9.430
96.000.000	The Gillette Company	600	3.206
15.999.200	H&R Block, Inc.	255	715
24.000.000	Moody's Corporation	499	957
1.727.765	The Washington Post Company	11	916
53.265.080	Wells Fargo & Company	306	2.315
	Diğer	4.103	5.726
	Toplam hisse senedi	$8.543	$28.675

Kaynak: Berkshire Hathaway 2001 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.26 Berkshire Hathaway 2002 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.470	$5.359
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	8.768
15.999.200	H&R Block, Inc.	255	643
24.000.000	Moody 's Corporation	499	991
1.727.765	The Washington Post Company	11	1.275
53.265.080	Wells Fargo & Company	306	2.497
	Diğer	4.621	5.383
	Toplam hisse senedi	$9.164	$28.363

Kaynak: Berkshire Hathaway 2002 Yıllık Raporu.

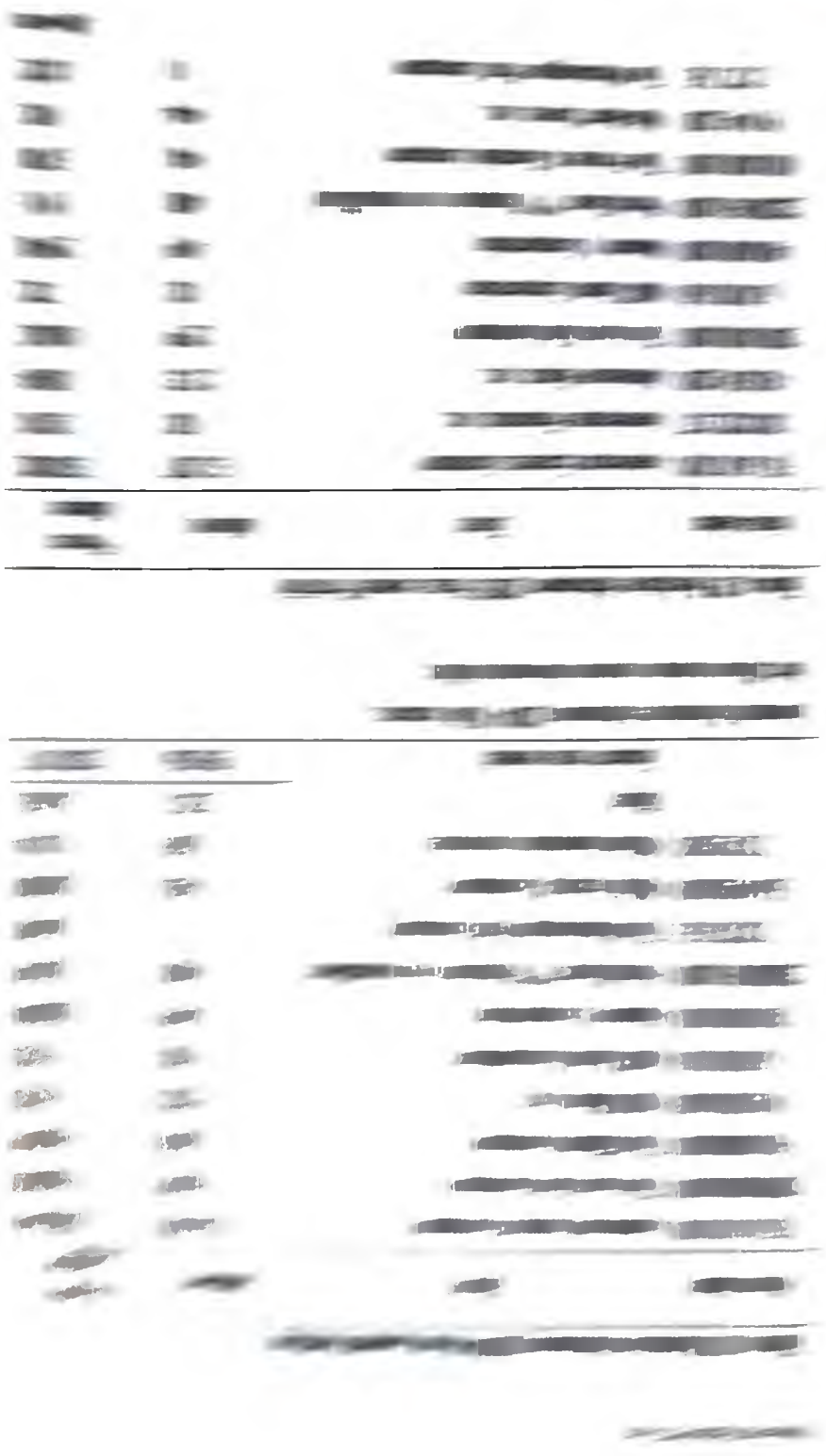
Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.27 Berkshire Hathaway 2003 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.470	$7.312
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	10.150
96.000.000	The Gillette Company	600	3.526
14.610.900	H&R Block, Inc.	227	809
15.476.500	HCA Inc.	492	665
6.708.760	M&T Bank Corporation	103	659
24.000.000	Moody's Corporation	499	1.453
2.338.961.000	PetroChina Company Limited	488	1.340
1.727.765	The Washington Post Company	11	1.367
56.448.380	Wells Fargo & Company	463	3.324
	Diğer	2.863	4.682
	Toplam hisse senedi	$8.515	$35.287

Kaynak: Berkshire Hathaway 2003 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.



Tablo A.29 (Devamı)

95.092.200	Wells Fargo & Company	2.754	5.975
1.724.200	White Mountain Insurance	369	963
	Diğer	4.937	7.154
	Toplam hisse senedi	$15.947	$46.721

Kaynak: Berkshire Hathaway 2005 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.30 Berkshire Hathaway 2006 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet*	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.287	$9.198
36.417.400	Anheuser-Busch, Inc.	1.761	1.792
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	9.650
17.938.100	ConocoPhillips	1.066	1.291
21.334.900	Johnson & Johnson	1.250	1.409
6.708.760	M&T Bank Corporation	103	820
48.000.000	Moody's Corporation	499	3.315
2.338.961.000	PetroChina "H" Hisseleri (ve muadilleri)	488	3.313
3.486.006	POSCO	572	1.158
100.000.000	The Procter & Gamble Company	940	6.427
299.707.000	Tesco plc	1.340	1.820
31.033.800	U.S. Bancorp	969	1.123
17.072.192	USG Corp.	536	936
19.944.300	Wal-Mart Stores, Inc.	942	921
1.727.765	The Washington Post Company	11	1.288
218.169.300	Wells Fargo & Company	3.697	7.758
1.724.200	White Mountain Insurance	369	999
	Diğer	5.866	8.315
	Toplam hisse senedi	$22.995	$61.533

Kaynak: Berkshire Hathaway 2006 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.31 Berkshire Hathaway 2007 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.287	$7.803
35.563.200	Anheuser-Busch, Inc.	1.718	1.864
60.828.818	Burlington Northern Santa Fe	4.731	5.063
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	12.274
17.508.700	ConocoPhillips	1.039	1.546
64.271.948	Johnson & Johnson	3.943	4.287
124.393.800	Kraft Foods, Inc.	4.152	4.059
48.000.000	Moody's Corporation	499	1.714
3.486.006	POSCO	572	2.136
101.472.000	The Procter & Gamble Company	1.030	7.458
17.170.953	Sanofi-Aventis	1.466	1.575
227.307.000	Tesco plc	1.326	2.156
75.176.026	U.S. Bancorp	2.417	2.386
17.072.192	USG Corp.	536	611
19.944.300	Wal-Mart Stores, Inc.	942	948
1.727.765	The Washington Post Company	11	1.367
303.407.068	Wells Fargo & Company	6.677	9.160
1.724.200	White Mountain Insurance	369	886
	Diğer	5.238	7.633
	Toplam hisse senedi	$39.252	$74.999

Kaynak: Berkshire Hathaway 2007 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.32 Berkshire Hathaway 2008 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.287	$2.812
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	9.054

(Devamı)

Tablo A.32 (Devam)

84.896.273	ConocoPhillips	7.008	4.398
30.009.591	Johnson & Johnson	1.847	1.795
130.272.500	Kraft Foods, Inc.	4.330	3.498
3.947.554	POSCO	768	1.191
91.941.010	The Procter & Gamble Company	643	5.684
22.111.966	Sanofi-Aventis	1.827	1.404
11.262.000	Swiss Re	773	530
227.307.000	Tesco plc	1.326	1.193
75.145.426	U.S. Bancorp	2.337	1.879
19.944.300	Wal-Mart Stores, Inc.	942	1.118
1.727.765	The Washington Post Company	11	674
304.392.068	Wells Fargo & Company	6.702	8.973
	Diğer	6.035	4.870
	Toplam hisse senedi	$37.135	$49.073

Kaynak: Berkshire Hathaway 2008 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.33 Berkshire Hathaway 2009 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.287	$6.143
225.000.000	BYD Company, Ltd.	232	1.986
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	11.400
37.711.330	ConocoPhillips	2.741	1.926
28.530.467	Johnson & Johnson	1.724	1.838
130.272.500	Kraft Foods, Inc.	4.330	3.541
3.947.554	POSCO	768	2.092
83.128.411	The Procter & Gamble Company	533	5.040
25.108.967	Sanofi-Aventis	2.027	1.979
234.247.373	Tesco plc	1.367	1.620

(Devam)

Tablo A.32 (Devam)

76.633.426	U.S. Bancorp	2.371	1.725
39.037.142	Wal-Mart Stores, Inc.	1.893	2.087
334.235.585	Wells Fargo & Company	7.394	9.021
	Diğer	6.680	8.636
	Toplam hisse senedi	$34.646	$59.034

Kaynak: Berkshire Hathaway 2009 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.34 Berkshire Hathaway 2010 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.287	$6.507
225.000.000	BYD Company, Ltd.	232	1.182
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	13.154
29.109.637	ConocoPhillips	2.028	1.982
45.022.563	Johnson & Johnson	2.749	2.785
97.214.684	Kraft Foods, Inc.	3.207	3.063
19.259.600	Munich Re	2.896	2.924
3.947.554	POSCO	768	1.706
72.391.036	The Procter & Gamble Company	464	4.657
25.848.838	Sanofi-Aventis	2.060	1.656
242.163.773	Tesco plc	1.414	1.608
78.060.769	U.S. Bancorp	2.401	2.105
39.037.142	Wal-Mart Stores, Inc.	1.893	2.105
358.936.125	Wells Fargo & Company	8.015	11.123
	Diğer	3.020	4.956
	Toplam hisse senedi	$33.733	$61.513

Kaynak: Berkshire Hathaway 2010 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.35 Berkshire Hathaway 2011 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.287	$7.151
200.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	13.994
29.100.937	ConocoPhillips	2.027	2.121
63.905.931	International Business Machines Corp.	10.856	11.751
31.416.127	Johnson & Johnson	1.880	2.060
79.034.713	Kraft Foods, Inc.	2.589	2.953
20.060.390	Munich Re	2.990	2.464
3.947.555	POSCO	768	1.301
72.391.036	The Procter & Gamble Company	464	4.829
25.848.838	Sanofi	2.055	1.900
291.577.428	Tesco plc	1.719	1.827
78.060.769	U.S. Bancorp	2.401	2.112
39.037.142	Wal-Mart Stores, Inc.	1.893	2.333
400.015.828	Wells Fargo & Company	9.086	11.024
	Diğer	6.895	9.171
	Toplam hisse senedi	$48.209	$76.991

Kaynak: Berkshire Hathaway 2011 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

Tablo A.36 Berkshire Hathaway 2012 Hisse Senedi Portföyü

Hisse Adedi	Şirket	Maliyet	Piyasa Değeri
151.610.700	American Express Company	$1.287	$8.715
400.000.000	The Coca-Cola Company	1.299	14.500
24.123.911	ConocoPhillips	1.219	1.399
22.999.600	DirecTV	1.057	1.154
68.115.484	International Business Machines Corp.	11.680	13.048
28.415.250	Moody's Corporation	287	1.430

(Devam)

Tablo A.36 (Devam)

20.060.390	Munich Re	2.990	3.599
20.668.118	Phillips 66	660	1.097
3.947.555	POSCO	768	1.295
52.477.678	The Procter & Gamble Company	336	3.563
25.848.838	Sanofi	2.073	2.438
415.510.889	Tesco plc	2.350	2.268
78.060.769	U.S. Bancorp	2.401	2.493
54.823.433	Wal-Mart Stores, Inc.	2.837	3.741
456.170.061	Wells Fargo & Company	10.906	15.592
	Diğer	7.646	11.330
	Toplam hisse senedi	$49.796	$87.662

Kaynak: Berkshire Hathaway 2012 Yıllık Raporu.

Not: Dolar tutarları aslının milyonda biridir.

WARREN BUFFETT TARZI

Bugünün yatırımcıları ellerinin altındaki bilgi yığınına rağmen, hâlâ kâr elde etmekte zorlanıyorlar. *Warren Buffett Tarzı*'nın bu genişletilmiş ve güncellenmiş baskısında Hagstrom, "Omaha Kâhini"nin yatırım felsefesini perspektife yerleştirirken, onun etkili yaklaşımını kendi çabalarınıza nasıl dahil edebileceğinizi anlatıyor. Buffett'ın kişisel ve mesleki geçmişine ilgi çekici bir bakışla eğilmesinin yanı sıra Benjamin Graham ve Philip Fisher'dan Charlie Munger'a kadar Buffett'ın yatırım anlayışını etkileyen insanları da detaylıca ele alıyor.

Altmış yıllık yatırım kariyeri boyunca Warren Buffett, sayısız zorlukla karşılaştı ve ilerlediği yolda benzersiz bir başarıya ulaştı. Alçakgönüllülüğü, dürüstlüğü ve entelektüel ruhu, dünya çapında milyonlarca yatırımcının sevgisini kazanırken, işini yürütme biçimine yönelik yoğun ilgiyi de beslemeye devam ediyor.

Bu kitabı okuduğunuzda Buffett'ın yaklaşımına aşina olacak, Coca-Cola, IBM ile Heinz'ın dahil olduğu birçok Berkshire Hathaway yatırımında nasıl hareket ettiğini ilk elden keşfedeceksiniz. Rasyonel kararlar vermeyi öğrenmenin önemini, Buffett'ın odaklı yatırım tarzının portföy yönetimini nasıl büyük ölçüde basitleştirdiğini ve tüm bunları nasıl bir araya getireceğinizi görecek, üstelik uzun vadeli yatırımda sabrın rolü hakkında da temel bilgiler edineceksiniz.

"Tartışmasız en önemli yatırım kitabı... Warren Buffett hakkında her şeyi bildiğinizi düşünüyorsanız, bu kitaptan öğreneceğiniz çok şey var."
—FORBES

"Birçok kişi tarafından dünyanın en büyüğü olarak kabul edilen bir yatırımcının yöntemlerinin olağanüstü yararlı bir anlatımı."
—THE WALL STREET JOURNAL

YATIRIM KLASİKLERİ - 1

NOVA