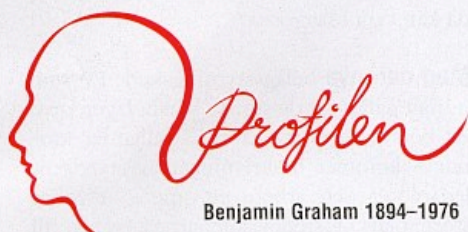


Han anses vara urfadern till fundamental aktieanalys och begreppet värdeinvestering. Warren Buffett hyllar honom som den mest inflytelserike ekonomen. Det handlar om Benjamin Graham, legendarisk professor vid Columbiauniversitetet i New York.

# Benjamin Graham

## – fadern till den fundamentala



Benjamin Graham 1894–1976

Benjamin Grahams tankar präglar fortfarande dagens stora investerare, trots att det är mer än 50 år sedan han var aktiv. Han var mentor till Warren Buffett (se Aktiespararen nummer 10, 2004) och författare till två standardverk inom fundamental aktieanalys, *Security Analysis* och *The Intelligent Investor*. Båda böckerna är givna i en seriös investerares bokhylla. *The Intelligent Investor* hyllas av Buffett som "den bästa boken om investering som hittills skrivits". Båda trycks ständigt i nya upplagor för nya generationer av investerare.

Benjamin Graham föddes i London den 9 maj 1894 i en judisk familj. Ett år senare emigrerade familjen till USA, där hans pappa startade en importfirma. När Benjamin var nio år dog hans pappa, och familjen fick det svårt ekonomiskt. Situationen blev ännu värre några år senare, då Benjamins mamma förlorade familjens sparkapital 1907 i den ekonomiska kris som inträffade då. Denna familjtragedi kom att prägla Benjamins syn på pengar och risk som vuxen investerare. Han var därefter, under hela sitt liv, mycket avogt inställd till risk.

Unge Benjamin var duktig i skolan och lyckades bli antagen till Columbiauniversitetet i New York. Efter sina ekonomistudier blev han erbjuden att undervisa där. Till

sina vänners förvåning tackade han nej och tog i stället ett enkelt jobb på Wall Street-företaget Newburger, Henderson & Loeb. Benjamin Grahams första jobb gick ut på att skriva de aktuella börskurserna på en stor svart griffeltavla. Det dröjde dock inte länge förrän han fick börja arbeta med analys i stället, och redan efter ett par år blev han delägare i firman. Han tjänade då mer än 500 000 dollar per år, en ofantlig summa pengar för en 25-årig judisk pojke på den tiden.

**År 1926 startade** Benjamin Graham ett privat investmentföretag tillsammans med en annan analytiker och mäklare på firman, Jerome Newman. Han började samtidigt undervisa på kvällskurser i ekonomi och finansiering i Columbiauniversitetet, något som han skulle komma att fortsätta med under 30 år tills han pensionerade sig 1956.

Börskraschen 1929 nästan ruinerade Graham och hans kompanjon Newman. De lyckades precis överleva genom hjälp av vänner och genom att de sålde nästan alla sina personliga tillgångar för att stoppa in i företaget. Vid ett tillfälle var Grahams privatekonomi så dåligt att han var tvungen att gå tillbaka till sitt ungdomsjobb som danslärare för att tjäna pengar. Han kom på fötter igen men hade lärt sig en viktig läxa som skulle vara för resten av livet och genomsyra hans placeringsfilosofi och hans böcker om börsen och investeringar: Att bevara kapitalet är viktigare än att tjäna pengar, en inställning till risk och investeringar som han delar med bland andra George Soros (se Aktiespararen nummer 2, 2005).

Delägarskapet med Newman fortsatte

ända fram till 1956, och de förlorade aldrig mer pengar för sina investerare. Tvärtom lyckades de förränta kapitalet i sitt investmentbolag med i genomsnitt 17 procent per år under de 20 år de arbetade aktivt tillsammans. Graham fortsatte under tiden att undervisa, skriva artiklar och föreläsa på sina allt mer populära ekonomikurser i Columbiauniversitetet.

Warren Buffett är en av dem som studerade för Graham på Columbiauniversitetet. Efter avslutade studier sökte Buffett upp Graham för att få arbeta hos honom. Graham tackade först nej (trots att Buffett erbjud sig att jobba utan lön), men en envis Buffett lyckades till slut övertala honom och fick efter några år börja.

Buffett har under hela sitt liv som investerare aldrig upphört att berätta för sina anhängare om hur mycket Benjamin Graham betydde för honom. Årsredovisningarna från Berkshire Hathaway, Buffetts holdingbolag, är ofta fyllda av referenser till hans läromästare.

**År 1934 publicerade** Benjamin Graham tillsammans med David Dodd, en annan akademiker och professor från Columbiauniversitetet, boken *Security Analysis*. Trots börskraschen några år tidigare hävdar Graham och Dodd i boken att det är fullt möjligt att investera framgångsrikt i aktier om man använder sig av sunda placeringsprinciper. De introducerar begreppet "intrinsic value" (inneboende värde), som säger att man bara ska investera i aktier som värderas med god marginal under detta värde. Graham och Dodd var även nog

# analysen

med att peka ut att ett bra företag inte också behöver vara en bra investering. Bra företag är nämligen ofta populära investeringar och därmed också ofta alldeles för högt värderade. De ansåg även att man bör se upp när avancerad matematik tillgrips för att förklara värdet.

**Graham summerar sin** investeringsfilosofi i *The Intelligent Investor* från 1949 med att säga att en investerare måste vara affärs-mässig i sin attityd. Att investera i enskilda aktier i ett företag är som investering betraktat ingen skillnad mot att äga hela företaget. En investerares attityd måste alltid vara att betrakta sin investering som om han ägde hela företaget, inte bara en del av det. Graham sammanfattar i fyra råd.

**1.** Lär dig företaget du investerar i. En investerare måste känna till företagets produkter, hur företaget fungerar, hur konkurrensen ser ut, hot och möjligheter i omvärlden samt företagets styrkor och svagheter. Förstår man inte företaget ska man inte investera i det.

**2.** Lär känna dem som är ansvariga för att driva ditt företag. En bra affärsidé eller en sund affärsmodell är inget värt om inte ledningen kan göra något av den. Många enkla affärsidéer har varit oerhört framgångsrika tack vare skickliga företagsledningar.

**3.** Investera på sakliga grunder och med rimliga förväntningar. "Investerare ska basera sina beslut på beräkningar, inte på optimism", sade Graham. "Var en investerare, inte en spekulerare."

**4.** Ha förtroende för dina beslut. Graham uppmanar varje investerare till att tänka



"Investerare ska basera sina beslut på beräkningar, inte på optimism. Var en investerare, inte en spekulerare", är ett av de råd som Benjamin Graham har lämnat till eftervärlden.

själv, göra egna analyser och dra egna slutsatser och sedan ha självförtroendet att agera på det. "En investerares största fiende är ofta han själv."

Benjamin Graham var noga med att skilja mellan spekulation och investering. "En investering är en placering som efter noggrann analys lovar en rimlig avkastning samtidigt som kapitalet är säkert. Placeringar som inte faller under denna beskrivning är spekulativa", skriver Graham i *The Intelligent Investor*. "En spekulerare försöker förutse fluktuationer i pris", fortsätter han. "En investerare köper företag till låga priser."

Begreppet värdeinvestering tillskrivs ofta Benjamin Graham och kan enkelt beskrivas som att en rationell investerare inte vill betala mer för en investering än vad den är värd. Med andra ord, aktiekursen ska vara lägre än företagets värde. Det låter kanske självklart, men börshistorien är som bekant

fyllt av bubblor som visar att inte alla är värdeinvesterarare.

**Men egentligen var** Graham inte den förste värdeinvesteraren. Andra, som till exempel Bernard Baruch, var före honom. Men han var först med att systematisera tankar, modeller och synsätt – allt det som vi i dag kallar för modern fundamental analys.

Skillnaden mellan en investerings värde och dess pris kallade Graham för säkerhetsmarginal. Ju större säkerhetsmarginal en investering har, desto lägre är risken. Graham sammanfattar sin metodik i sex punkter:

**1.** Leta efter största möjliga säkerhetsmarginal. Detta är ett av Grahams mest berömda uttryck ("margin of safety") och innebär att skillnaden mellan företagets framräknade värde och dess aktiekurs ska vara så stor som möjligt. Ju större skillnaden är, desto större är säkerhetsmarginalen. Övervärderade företag har en säkerhetsmarginal

► på noll. Investerare ska bara investera i företag med stor säkerhetsmarginal. "Aktier ska köpas som man köper grönsaker, inte parfym", sade han.

Graham tjänade själv en förmögenhet på att investera i företag som var så nedtryckta att de värderades under sitt rörelsekapital (omsättningstillgångar minus kortfristiga skulder). Vilken metod som används för att värdera företaget är dock inte avgörande. Det kan handla om till exempel substansvärdet, p/e-talet, direktavkastningen eller nuvärdet av framtida utdelningar enligt Gordons formel. Det viktiga är att investeraren har en fast uppfattning om investeringens fundamentala värde ("intrinsic value") och att detta värde är betydligt högre än investeringens pris. Graham letade efter rejält undervärderade bolag, helst till vrakpris.

**2. Leta bland större företag.** Enligt Graham är risken lägre med stora företag än med små, eftersom de stora företagen bättre än de små klarar dåliga tider. Denna grundregel kommer från att Graham var en aktiv investerare under den stora depressionen, då han såg hundratals små företag gå omkull medan de stora ofta klarade sig. Hans slutsats var att företag med en mer diversifierad och större kundbas har lättare för att överleva svåra tider.

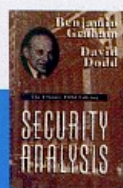
**3. Leta bland företag som betalar utdelning.** Precis som Lennart "Aktiestinsen" Israelsson (se Aktiespararen nummer 6/7, 2005) föredrog Graham aktier med hög direktavkastning och med lång historik av att betala utdelning. Helst ska företaget i fråga ha betalat utdelning varje år i minst 20 år. Hans argument var att företag som betalar utdelning är lönsamma (utdelning kommer från vinsten) samt att investeringen genererar en avkastning även om aktiekursen skulle gå ned på kort sikt.

**4. Leta bland företag med en stark finansiell ställning.** Som övre gräns hade Graham ofta att kursen inte fick vara högre än 1,2 gånger företagets bokförda nettovärde (substansvärdet, det vill säga marknadsvärdet på tillgångarna minus skulderna). Exempel: Ett företag med tillgångar på 800 miljoner kronor och skulder på 500 miljoner har ett substansvärde på 300 miljoner kronor. Om bolaget har 10 miljoner utestående aktier är substansvärdet 30 kronor per aktie. Graham ville då inte betala mer än  $1,2 \times 30 = 36$  kronor. Helst investerade han i företag som värderades till halva substansvärdet eller ännu lägre. Graham letade även efter företag där omsättningstillgångarna var större än summan av kortfristiga och långfristiga lån. Hans argument var att likvida, lågbelånade företag har lägre risk än högbelånade företag utan likvida tillgångar.

**5. Leta bland företag med uthållig vinsttillväxt.** Graham ansåg att en stark vinstutveckling var kursdrivande. Detta leder väl

## Lästips

- The Intelligent Investor av Benjamin Graham.
- Security Analysis av Benjamin Graham och David Dodd.



knappast till några höjda ögonbryn i dag. Men när Graham började föreläsa och skriva om fundamental aktieanalys, i en tid då aktiebörsen betraktades som ett spekulativt kasino, var det nytt. Han fann dock sällan några sådana bolag, eftersom han ansåg att p/e-talen ofta var för höga.

**6. Leta bland företag med låga vinstmultiplar (p/e-tal).** Graham letade efter företag där nuvarande p/e-tal var lägre än det historiska genomsnittet. Ett exempel är företag som historiskt haft ett p/e-tal på 12 men som plötsligt börjar handlas till 9 utan att något nytt har hänt. Men även om p/e-talet var extremt lågt, till exempel 4 eller 5, var Graham ändå ovillig att betala mer än 1,2 gånger av substansvärdet (enligt punkt 4).

**Diversifiering är i dag** ett välbekant begrepp för investerare som vill minska risken i sin aktieportfölj. Även här var Graham tidigt ute och förespråkade att ett aktieinnehav skulle vara fördelat på minst 20 olika typer av tillgångar för att nå en effektiv riskspridning.

Ett annat berömt uttryck som Graham myntade är "Mr Market", ett uttryck som Warren Buffett ofta återkommer till. Med uttrycket menas att en klok investerare, till skillnad från Mr Market, väljer sina investeringar efter deras fundamentala värde hellre än efter vad andra investerare gör eller den allmänna trenden på marknaden. "I vår drygt 50-åriga erfarenhet av börsen känner vi inte till en enda individ som uthålligt har tjänat pengar på att följa marknaden", skriver Graham i The Intelligent Investor.

Föreställ dig till exempel att du är delägare i ett företag. En av de andra delägarna, Mr Market, är lite neurotiskt lagd och erbjuder dig varje dag att köpa dina aktier till olika kurser. Hans sinnesstämning varierar kraftigt från dag till dag, mellan sprudlande optimism och otröstlig pessimism, utan någon synbar förklaring. Ena dagen kan han erbjuda dig ett löjligt högt pris för dina aktier, medan han nästa dag kan höja budet ännu mer eller plötsligt halvera det eller verka helt ointresserad.

Grahams poäng är att Mr Markets bud är mer styrda av vilket humör han är på för dagen snarare än baserade på saklig fundamental analys. Detta ger den skicklige värdeinvesteraren utmärkta tillfällen till att köpa eller sälja. "Om Mr Markets bud är löjligt högt kan en klok investerare sälja och om budet är orimligt lågt kan investeraren köpa tillbaka eller investera mer", sade Gra-

ham. Det som är viktigt är att den kloke investeraren helt och hållet styrs av sin egen uppfattning om vad investeringen är värd och inte av vilket humör som Mr Market är på just för dagen.

**Det klassiska sambandet** mellan risk och avkastning (hög avkastning medför stor risk och tvärtom) var Graham skeptisk till. Han förklarade med sitt begrepp säkerhetsmarginal. Ju större säkerhetsmarginal en investering har (ju mer undervärderad investeringen är), desto lägre är risken eftersom investeringen då inte är så känslig för oförutsedda händelser. Exempel: En investering med ett beräknat värde på 100 kronor och ett pris på 80 kronor har en säkerhetsmarginal på 20 procent. Säkerhetsmarginalen är alltså liten, vilket medför större risk samtidigt som uppgångspotentialen inte heller är speciellt stor.

En investering med ett värde på 100 kronor och ett pris på 40 har däremot en stor säkerhetsmarginal (60 kronor) och en motsvarande låg risk. Investeringen är alltså rejält undervärderad. Samtidigt är uppgångspotentialen också stor, nämligen  $60/40 = 150$  procent. Med andra ord är sambandet mellan risk och avkastning omkullkastat. En investering med stor säkerhetsmarginal har enligt Graham låg risk, samtidigt som den har en stor avkastningspotential. Det är just sådana investeringar som en värdeinvesterare letar efter. Det låter kanske som en självklarhet, men ändå tänker många inte så.

Benjamin Graham gick bort 1976, 82 år gammal. Men drygt 30 år efter hans död lever hans tankar i allra högsta grad kvar bland moderna investerare. Warren Buffett skrev Grahams dödsruna i Financial Analysts Journal och avslutade med orden: "Walter Lippmann talade om människor som planterar träd som andra kan sitta under. Ben Graham var en sådan människa."

I en tid då finansiella texter åldras snabbt och inte bara tappas aktualitet utan ofta blir rent löjväckande framstår Grahams tidlösa tankar i dag oantastliga i sin logik och självklara enkelhet.



**Jonas Bernhardtsson**

Artikelförfattaren arbetar med chefsutbildningar i ekonomi. Just nu är han aktuell med en ny bok, Investerarens uppslagsbok. Du når honom på [www.tradingguiden.com](http://www.tradingguiden.com).