

„Zdaleka nejlepší kniha o investování, která kdy byla napsána.“

— WARREN E. BUFFETT

ZÁŠADNÍ KNIHA O HODNOTOVÉM INVESTOVÁNÍ

INTELIGENTNÍ INVESTOR

TŘETÍ VYDÁNÍ

Prodáno více než milion výtisků!

BENJAMIN GRAHAM

S NOVÝMI DODATKY JASONA ZWEIGA

„Zdaleka nejlepší kniha o investování, která kdy byla napsána.“

— WARREN E. BUFFETT

ZÁŠADNÍ KNIHA O HODNOTOVÉM INVESTOVÁNÍ

INTELIGENTNÍ INVESTOR

TŘETÍ VYDÁNÍ

Prodáno více než milion výtisků!

BENJAMIN GRAHAM

S NOVÝMI DODATKY JASONA ZWEIGA

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.
Automatizovaná analýza textů nebo dat ve smyslu čl. 4 směrnice 2019/790/EU a použití této knihy k trénování AI jsou **bez souhlasu nositele práv zakázány**.

Nakladatelství děkuje za pečlivé lektorování
Ing. Danielu Gladišovi.

Edice Investice

Benjamin Graham

s dodatky Jasona Zweiga

Inteligentní investor

Třetí vydání

Zásadní kniha o hodnotovém investování

Přeloženo z anglického originálu The Intelligent Investor.

Published by arrangement with Harper Business, an imprint of HarperCollins Publishers.

Grateful acknowledgment is made for permission to reprint:

“The Superinvestors of Graham-and-Doddsville,” by Warren E. Buffett,
from the Fall 1984 issue of Hermes, Magazine of Columbia Business School.

Reprinted by permission of Hermes, Magazine of Columbia Business School,
copyright © 1984 The Trustees of Columbia University and Warren E. Buffett.

“Benjamin Graham,” by Warren E. Buffett, from the November/December

1976 issue of Financial Analyst Journal. Reprinted by permission of Financial Analysts Federation.

the intelligent investor, third edition. Original text: copyright © 1973 by Benjamin Graham; new material:

Copyright © 2024 by Jason Zweig. All rights reserved. Printed in the United States of America. No part of this book may be used or reproduced in any manner whatsoever without written permission except in the case of brief quotations embodied in critical articles and reviews. For information, address HarperCollins Publishers, 195 Broadway, New York, NY 10007.

Překlad Ing. Radim Laník, M. A., Dan Vořechovský

Odborná spolupráce a předmluva k českému vydání Ing. Daniel Gladiš, MBA, CFA

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 9 959. publikaci

Realizace obálky Vojtěch Wagner

Sazba Jan Šístek

Odpovědné redaktorky PhDr. Hana Zaňková, Alexandra Skálová, Ing. Michaela Průšová

Jazyková úprava PhDr. Milan Pokorný

Počet stran 480

Třetí vydání, Praha 2025

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

Czech edition © GRADA Publishing, a.s., 2025

ISBN 978-80-271-7852-0 (ePub)

ISBN 978-80-271-7851-3 (pdf)

ISBN 978-80-271-5861-4 (print)

GRADA Publishing: tel.: 234 264 401, www.grada.cz

Obsah

Přehled tabulek a obrázků	7
Předmluva k českému vydání	11
Předmluva Warrena E. Buffetta k revidovanému vydání	13
Benjamin Graham (1894–1976)	15
Benjamin Graham v poznámce Jasona Zweiga	17
Úvod: Čeho by kniha chtěla dosáhnout	21
Komentář k úvodu	29
1 Investice versus spekulace: co by měl od nich inteligentní investor očekávat	33
Komentář ke kapitole 1	45
2 Investor a inflace	53
Komentář ke kapitole 2	61
3 Století historie akciových trhů: Hladina cen akcií na počátku roku 1972 ..	69
Komentář ke kapitole 3	81
4 Obecný přístup k investičnímu portfoliu: Opatrný investor	89
Komentář ke kapitole 4	99
5 Opatrný investor a běžné akcie	107
Komentář ke kapitole 5	115
6 Portfolio strategie podnikavého investora: Čeho se vyvarovat	123
Komentář ke kapitole 6	133
7 Portfolio strategie podnikavého investora: Pozitivní stránka	143
Komentář ke kapitole 7	161
8 Investor a kolísání trhu	165
Komentář ke kapitole 8	183
9 Investování do investičních fondů	191
Komentář ke kapitole 9	203
10 Investor a investiční poradenství	211
Komentář ke kapitole 10	221
11 Analýza cenných papírů pro amatérského investora: Obecný přístup ...	229
Komentář ke kapitole 11	245
12 Co je potřeba vědět o zisku na akciích	249
Komentář ke kapitole 12	257
13 Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností	265
Komentář ke kapitole 13	273
14 Výběr akcií pro opatrného investora	279
Komentář ke kapitole 14	295
15 Výběr akcií pro podnikavého investora	303
Komentář ke kapitole 15	319

16	Konvertibilní cenné papíry a warranty	331
	Komentář ke kapitole 16	343
17	Čtyři extrémně poučné anamnézy	349
	Komentář ke kapitole 17	361
18	Srovnání osmi párů společností	369
	Komentář ke kapitole 18	389
19	Akcionáři a management: Dividendová politika	403
	Komentář ke kapitole 19	409
20	„Bezpečnostní polštář“ jako centrální koncept investování	417
	Komentář ke kapitole 20	427
	Dodatek	437
	Komentář k dodatku	439
	Přílohy	441
	1. Superinvestoři z Grahamova a Doddovy Lhoty	441
	2. Novodobé spekulace s běžnými akciemi ¹	462
	3. Technologické společnosti jako investice	470
	Vysvětlivky	471
	Poděkování Jasona Zweiga	479

Přehled tabulek a obrázků

TABULKA 0-1	Akcie vs. Podniky	19
TABULKA 1-1	Meme akcie snů	51
TABULKA 2-1	Obecná cenová hladina, zisky akcií a ceny akcií v pětiletých intervalech, 1915 až 1970	54
TABULKA 2-2	Zadluženost, zisky a rentability kapitálu, 1950 až 1969	58
TABULKA 3-1	Největší pohyby akciového trhu mezi lety 1871 a 1971	70
TABULKA 3-2	Obrázek výkonnosti akciového trhu, 1871 až 1970	74
TABULKA 3-3	Různé údaje týkající se indexu Standard & Poor's Composite v různých letech	79
TABULKA 4-1	Rebalancování	106
TABULKA 6-1	Poplatkový ráj	134
TABULKA 7-1	Průměrné výnosy „růstových fondů“ za období 1961 až 1970	147
TABULKA 7-2	Průměrný roční výnos či ztráta (v procentech) analyzovaných vzorků akcií, 1937 až 1969	149
TABULKA 7-3	Zisky a ceny akcií společnosti Chrysler, 1952 až 1970	150
TABULKA 7-4	Zisky z podhodnocených akcií, 1957 až 1959	153
TABULKA 8-1	Kolísání výnosů obligací a cen reprezentativních emisí obligací, 1902 až 1970	179
TABULKA 8-1	Instituce vs. jednotlivci	184
TABULKA 9-1	Výsledky deseti velkých podílových fondů	194
TABULKA 9-2	Výkonnost a portfolio „výkonnostních“ fondů	197
TABULKA 9-3	Údaje o uzavřených fondech, podílových fondech a složeném indexu S & P	201
TABULKA 9-4	Průměrné výsledky diverzifikovaných uzavřených fondů, 1961 až 1970	202
TABULKA 9-5	Srovnání dvou vedoucích uzavřených investičních společností	202
TABULKA 9-1	Samotný samotinký na vrcholu	203
TABULKA 9-2	Hojně obchodované fondy	206
TABULKA 11-1	Doporučované minimální „krytí“ u obligací a prioritních akcií	232
TABULKA 11-2	Dow Jones Industrial Average (Dow Jonesův index akcií průmyslových podniků)	235
TABULKA 11-3	Výkonnost akcií chemických a ropných společností v indexu DJI, 1970 versus 1964	237
TABULKA 11-4	Multiplikátor ročního zisku vycházející z očekávaného tempa růstu, použití zjednodušeného vzorce	241
TABULKA 11-5	Implicitní neboli očekávané tempo růstu, prosinec 1963 a prosinec 1969	241
TABULKA 12-1		255

TABULKA 12-1	Hra s čísly	263
TABULKA 13-1	Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností	266
TABULKA 13-2	Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností (pokračování)	267
TABULKA 13-1	E-voluce	277
TABULKA 14-1	Základní údaje o třiceti akciích indexu Dow Jones Industrial, hodnoty k 30. 9. 1971	282
TABULKA 14-2	Důležité poměrové ukazatele akcií v indexu DJI k 30. 9. 1971	284
TABULKA 14-3	Akcie indexu DJI splňující investiční kritéria ke konci roku 1970	286
TABULKA 14-4	Údaje o akciích patnácti společností zahrnutých v indexu Dow Jones Utilities (30. 9. 1971)	287
TABULKA 14-5	Údaje o společnostech poskytujících veřejné služby z druhého seznamu (k 30. 9. 1971)	288
TABULKA 14-6	Vývoj cen a poměrů P/E pro různé indexy Standard & Poor's v letech 1948 až 1970	289
TABULKA 14-7	Relativní cenové pohyby akcií různých typů finančních společností mezi lety 1948 a 1970	290
TABULKA 14-1	Poučení z řízení	297
TABULKA 15-1	Vzorové portfolio akcií průměrných společností s nízkým násobkem	311
TABULKA 15-2	Akcie prominentních společností, jež se obchodovaly za ceny nižší než hodnota jejich čistých oběžných aktiv v roce 1970	314
TABULKA 15-1	Revoluční změna pro Grainger	323
TABULKA 15-2	Superakcie	326
TABULKA 16-1	Vývoj ceny nových emisí preferenčních akcií nabízených v roce 1946	333
TABULKA 16-2	Vývoj ceny nových emisí preferenčních akcií, běžných akcií a warrantů, prosinec 1968 v. prosinec 1970	333
TABULKA 16-3	Společnosti s velkým objemem konvertibilních emisí a warrantů na konci roku (počty akcií v tisících)	337
TABULKA 16-4	Výpočet „skutečné tržní ceny“ a upraveného poměru P/E v případě běžných akcií s velkým objemem emitovaných warrantů	340
TABULKA 17-1	Ling-Temco-Vought, 1958 až 1970 (v milionech dolarů, vyjma zisk na akcii)	353
TABULKA 18-1A	Pár 1. Real Estate Investment Trust vs. Realty Equities v roce 1960	370
TABULKA 18-1B	Pár 1	371
TABULKA 18-2	Pár 2	373
TABULKA 18-3	Pár 3	375
TABULKA 18-4	Pár 4	377

TABULKA 18-5	Pár 5	379
TABULKA 18-6	Pár 6	381
TABULKA 18-7	Pár 7	383
TABULKA 18-8A	Pár 8	385
TABULKA 18-8B	Zisky na akcii a ceny akcií společností Whiting a Willcox & Gibbs za deset let	386
TABULKA 18-9	Některé zajímavé cenové fluktuace šestnácti běžných akcií (rozdělení akcií zohledněno do roku 1970)	387
TABULKA 18-10	Významné roční cenové fluktuace akcie společnosti McGraw-Hill, 1958 až 1971	388
TABULKA 18-1	AMC vs. AME	390
TABULKA 18-2	Bitcoin vs. akcie	396
TABULKA 18-3	Zastaví se růst až v nebi?	399
TABULKA 19-1	To je showbyznys	414
TABULKA 1	Walter J. Schloss	450
TABULKA 1	Walter J. Schloss (pokračování)	451
TABULKA 2	Tweedy, Browne Inc.	452
TABULKA 3	Buffett Partnership, Ltd.	453
TABULKA 4	Sequoia Fund, Inc.	454
TABULKA 5	Charles Munger	455
TABULKA 6	Pacific Partners, Ltd.	457
TABULKA 7	Perlmeter Investments	458
TABULKA 8	The Washington Post Company, Master Trust, 31. prosince 1983	459
TABULKA 9	FMC Corporation Pension Fund, roční míra výnosu (v procentech)	460
TABULKA 9	FMC Corporation Pension Fund, roční míra výnosu (v procentech) (pokračování)	461
OBRÁZEK 1-1	Životní cyklus spekulanta	46
OBRÁZEK 3-1	Tržní fluktuace 425 akcií průmyslových společností, 1900 až 1970	72
OBRÁZEK 6-1	SPACtakulární svět	140
OBRÁZEK 3-1	CAPE malé naděje	83
OBRÁZEK 8-1	Špatně a v osamocení	186
OBRÁZEK 9-1	Proděravělý ARKK	210
OBRÁZEK 12-1	Úplně normální opakování?	261
OBRÁZEK 14-1		299
OBRÁZEK 14-2		300

OBRÁZEK 15-1	Vysoké výnosy nezajímavých podniků	329
OBRÁZEK 16-1	Kde jsou poplatky	345
OBRÁZEK 16-2	Selhání je možnost	345
OBRÁZEK 17-1	Zazvonil zvonec	363
OBRÁZEK 17-2	Podřazení na nižší stupeň	364
OBRÁZEK 17-3	Vesmírný případ	365
OBRÁZEK 17-4	K měsíci – a zpět	367
OBRÁZEK 18-1	Koupel... bez přidané hodnoty	393
OBRÁZEK 18-2	Block na dva způsoby	395
OBRÁZEK 19-1	Rozmach zpětných odkupů	411
OBRÁZEK 20-1	Deset dlouhých let	428
OBRÁZEK 20-2	Deset lepších let	429
OBRÁZEK 20-3	Vysoká očekávání.	431

Předmluva k českému vydání

Benjamin Graham

Benjamin Graham byl mimořádnou osobností. Jeho otec zemřel, když malému Benovi bylo devět let. Spolu se svými dvěma bratry pak vyrůstal v chudinkých poměrech jen s matkou. Díky své pracovitosti a pílì se Grahamovi podařilo dostat na Columbia University. Když v roce 1914 končil studium, dostal nabídku hned ze tří kateder této univerzity, aby na nich pracoval. Šlo o katedry angličtiny, filozofie a matematiky. To dokazuje šíři jeho záběru a talentu. Graham už v té době překládal z francouzštiny a do francouzštiny básně, psal vlastní sonety a studoval knihy starých filozofů v originále, tedy v řečtině a v latině. Za svá literární díla získával celonárodní ceny. A aby toho nebylo málo, stejné národní ceny získával v matematických soutěžích. Graham však odmítl akademickou kariéru a odešel pracovat na Wall Street. Aniž by měl jakékoliv vzdělání v oboru ekonomie nebo financí, stal se brzy nejen úspěšným investorem a portfolio manažerem, ale také předním teoretikem. Jestliže řada věcí, která je napsána ve financích, zní často po několika měsících, či dokonce týdnech poněkud hloupě, Grahamovy zásady publikované před mnoha desetiletími jako by časem získávaly ještě více na síle a pravdivosti.

Dvě z jeho knih ční vysoko nad jinými – *Security Analysis* a *Intelligent Investor*. První z nich pokládá základ investiční analýze jako oboru vůbec, druhá předkládá čtenářům návod, jak si při investicích do akcií a dluhopisů počínat. *Intelligentní investor* je daleko nejlepší kniha, která kdy byla o investicích napsána. Je to jedna z nejčtenějších publikací svého druhu, ale také paradoxně v praxi snad nejvíce ignorovaná. Taková už je lidská povaha. Jednoduché věci se snažíme dělat složitě.

Warren E. Buffett, který v Grahamově firmě začínal svou kariéru a je bezesporu jeho nejúspěšnějším žákem, o svém učiteli říká, že to byl člověk, který sázel stromy, aby pod nimi jiní lidé mohli sedět. Grahamovým největším stromem je kniha, kterou právě držíte v rukou.

Daniel Gladiš, 2007

Předmluva Warrena E. Buffetta k revidovanému vydání

Četl jsem první vydání této knihy v roce 1950, když mi bylo devatenáct let. Tehdy jsem měl pocit, že je to zdaleka ta nejlepší kniha o investování, která kdy byla napsána. Ten pocit mám dodnes.

Aby byl člověk schopen úspěšně investovat po celý svůj život, nemusí mít nadprůměrné IQ, neobyčejný přehled o podnikání ani důvěrné informace. Jediné, co potřebuje, je zdravě racionální systém pro přijímání rozhodnutí a dále schopnost udržet na uzdě své emoce, aby stanovený systém nenarušily. Tato kniha přesně a srozumitelně předepisuje, jak má takový správný systém vypadat. Emocionální disciplína je již na vás.

Budete-li se řídit principy podnikání a obchodního chování, které Graham zastává – a budete-li věnovat zvláštní pozornost neocenitelným radám v kapitolách 8 a 20 – výsledky vašeho investování nebudou nikdy mizerné. (Uvědomte si, že toto představuje mnohem větší úspěch, než si můžete myslet.) Zda dosáhnete vynikajících výsledků, bude již záviset na chytrosti a na úsilí, které při investování vynaložíte, ale stejně tak i na míře pošetilosti akciového trhu, která bude v průběhu vaší investiční kariéry převládat. Čím je chování trhu bláznivější, tím větší příležitosti pro připravené a praktické investory se objevují. Držte se Grahama a budete z tržní pošetilosti profitovat, namísto abyste se stali její součástí.

Ben Graham byl pro mě mnohem více než jen autor nebo učitel. Více než kdokoliv jiný, kromě mého otce, ovlivnil můj život. Krátce po Benově smrti v roce 1976 jsem do časopisu *Financial Analysts Journal* napsal následující krátkou vzpomínku. Až budete číst tuto knihu, věřím, že sami pocítíte některé z vlastností, o kterých se v tomto projevu úcty zmiňuji.

Benjamin Graham (1894–1976)

Před několika lety se tehdy téměř osmdesátiletý Ben Graham svěřil jednomu ze svých přátel, že každý den doufal, že udělá „něco bláznivého, něco tvůrčího a něco velkorysého“.

První část tohoto rozmarného životního cíle se odrážela v jeho neobyčejné zručnosti prezentovat myšlenky formou, která v sobě nenesla ani náznak jakéhokoliv moralizování nebo domýšlivosti. Přestože byly jeho myšlenky mocné a významné, jejich prezentace byla neochvějně nenásilná.

Čtenáři tohoto časopisu jistě nepotřebují, abych rozváděl jeho úspěchy z pohledu tvořivosti. Málokdy se stává, že zakladatel vědní disciplíny není svědkem toho, jak je jeho práce v relativně krátkém čase odsouvána do pozadí jeho následovníky. Ale ani téměř po čtyřiceti letech po vydání knihy, která vnesla do neuspořádané a zmatené činnosti světlo systému a logiky, není prakticky možné najít kandidáty alespoň na druhé místo v pomyslném žebříčku nejlepších na poli analýzy cenných papírů. V oblasti, kde většina prací a autorů vypadá směšně již pár týdnů či měsíců po vydání, zůstaly Benovy zásady neporušené – často jsou jeho principy lépe chápány a jejich hodnota roste těsně po finančních krizích, při kterých jsou bořena chatrnější intelektuální pravidla. Jeho moudré rady přinesly následovatelům neochvějně úspěchy – dokonce i těm, kteří měli horší vrozené schopnosti než talentovaní a nadaní obchodníci, škobrtající při následování různých „geniálních“ nebo zrovna módních investičních trendů.

Pozoruhodným aspektem Benova obrovského úspěchu na profesionálním poli byla skutečnost, že jej dosáhl bez toho, aniž by musel koncentrovat svou veškerou duševní činnost jedním směrem. Jeho úspěch byl spíše náhodným vedlejším produktem rozumu, jehož rozsah téměř překonává hranice tohoto pojmu. Rozhodně jsem nikdy nepotkal nikoho s tak širokým myšlenkovým záběrem. Prakticky absolutní paměť, nekonečné okouzlení novým věděním a schopnost přeskupit je do podoby použitelné pro zdánlivě nesouvisějící problémy dělaly z jeho uvažování o kterékoliv oblasti nádherný zážitek.

Avšak v případě svého třetího požadavku – velkorysosti – jeho úspěch zcela překonal všechny ostatní. Znal jsem Bena jako svého učitele, svého zaměstnavatele a svého přítele. Ve všech jeho rolích – nejenom vůči mně, ale stejně tak vůči ostatním jeho studentům, zaměstnancům a přátelům – zde byla jeho nekonečná a nezištná velkorysost v nápadech, myšlenkách, času a elánu. Bylo-li potřeba pochopit nebo vyjasnit některé myšlenky, nebylo lepšího člověka, na koho se obrátit. A když člověk potřeboval podporu nebo radu, Ben byl tady.

Walter Lippmann hovořil o lidech, kteří sázejí stromy, pod nimiž budou ostatní sedávat. Ben Graham byl takový člověk.*

Přetištěno z Financial Analysts Journal, listopad / prosinec 1976

* Walter Lippmann, významný americký spisovatel, novinář a politický komentátor. Narodil se v roce 1889 v zámožné německo-židovské rodině v New Yorku. V sedmnácti letech byl přijat na Harvardovu univerzitu, kterou úspěšně ukončil již po třech letech. Během první světové války byl poradcem prezidenta Wilsona. V roce 1947 poprvé použil ve své knize slovní spojení „studená válka“, které se stalo pak široce užívaným pojmem. Zemřel v roce 1974. Viz http://en.wikipedia.org/wiki/Walter_Lippmann (poznámka překladatele).



*Benjamin Graham ve španělské Seville, říjen 1964.
Foto s laskavým svolením Benjaminu Grahamu Jr.*

Benjamin Graham v poznámce Jasona Zweiga

„Testem mravní integrity je její pevný odpor ke kompromisům.“

Chinua Achebe¹

Kdo byl Benjamin Graham a proč byste mu měli naslouchat?

Graham byl jedním z největších investorů všech dob. Byl také jedním z nejchytřejších z nich a možná i nejmoudřejším.²

Jak skvělým investorem Graham byl? Nedosáhl jen jedinečných výnosů; dosáhl jich v dobách, které pro investory patřily k nejtěžším, včetně konce Velké hospodářské krize. V letech 1936 až 1956 jeho společnost Graham-Newman Corp. porážela trh v průměru o zhruba pět procentních bodů ročně.³ Jen hrstka dalších investorů dokázala něco podobného v tak dlouhém období – byl to zejména Warren Buffett, který se naučil investovat právě od Grahama.

Jak chytrý Graham ve skutečnosti byl?

V 17 letech začal studovat na Kolumbijské univerzitě; měl být přijat už o rok dříve, vysoká škola ale zpackala zpracování jeho přihlášky. Školu dokončil za dva a půl roku jako druhý nejlepší v ročníku. Ještě před promoci mu Kolumbijská univerzita nabídla místa na třech různých katedrách: filozofii, matematice a angličtině. Protože potřeboval uživit svou ovdovělou matku, vzal místo toho lépe placenou práci na Wall Street.

Grahamova kniha *Security Analysis*, kterou napsal společně s Davidem Doddem a která vyšla v roce 1934, se stala základním textem pro finanční analytiku na celém světě. Jeho velikost ale neznala mezí. Když bylo Grahamovi 23 let, publikoval *American Mathematical Monthly* jeho článek o tom, jak zlepšit výuku infinitezimálního počtu. Nechal si patentovat dvě inovativní ruční kalkulačky. Napsal dvě knihy o tom, jak stabilizovat globální měny, a řadu článků o právu, daních a nezaměstnanosti. Ve svém volném čase napsal Graham divadelní hru, naučil se španělsky a přeložil uruguayský román, hlтал literaturu ve francouzštině, starořečtině a latině.

Graham byl především moudrý. V desetiletích, kdy působil na Wall Street, se setkal se všemi druhy švindlů a podvodů: obchodování na základě důvěrných informací, prodejci vychvalující bezcenné akcie, podloudné účetní triky, společnosti uvádějící v omyl

¹ The Trouble with Nigeria (Heinemann, 1984), str. 42.

² Více o tomto pozoruhodném muži viz Jason Zweig, „A Note on Benjamin Graham,“ (Pár slov o Benjaminu Grahamovi) bit.ly/40XkE7h; blog Beyond Ben Graham, bit.ly/442IEX8; a Benjamin Graham, *Benjamin Graham: The Memoirs of the Dean of Wall Street* (McGraw-Hill, 1996).

³ Podle Warrena Buffetta nejsou veškeré Grahamovy výnosy za celou jeho kariéru v letech 1923 až 1956 zcela známe, byly ale „daleko vyšší“, než jak ukazují obvyklé odhady (z osobní komunikace dne 14. dubna 2023). Kromě zisků z Grahamova fondu dosáhli jeho investoři vysokých výnosů z akcií společností Government Employees Insurance Co. nebo GEICO, které společnost Graham-Newman Corp. vyplatila v červenci 1948 ve formě zvláštní dividendy.

vlastní akcionáře. Poznal trhy, na kterých miliony lidí ztratily hlavu a namlouvaly si, že jsou investiční géniové, a to jen proto, že si koupili pár akcií, které vzrostly na ceně – dočasně. Viděl také investory, jak přišli o svůj majetek, když poslechlí „experty“, kteří jim říkali, že mohou rychle zbohatnout.

Graham se poučil nejen z chyb druhých, ale i z těch vlastních:

- Honil se za populárními akciemi – a spálil se.
- Příliš obchodoval – a naučil se trpělivosti.
- Příliš riskoval – a naučil se opatrnosti.
- Investoval vypůjčené peníze – a už nikdy nevyužil pákového efektu.
- Vyzkoušel a otestoval nespočet investičních metod – a pochopil úskalí pokusů předpovídat budoucnost na základě nedostačujících dat z minulosti.

Graham pochopil, že investování je samotářskou aktivitou, při které se osamocení jedinci, toužící po kontaktu s dalšími investory a po společném pokyvování hlavou, stávají snadnou obětí manipulátorů a podvodníků. V posledních letech byla hluboká lidská touha jít s davem živena sociálními médii a mobilními aplikacemi makléřských firem, až miliony lidí nakonec hromadně obchodovaly ty samé akcie, poháněny fenoménem FOMO: strachem, že jim ujede vlak. Jakmile podlehnете této finanční davové psychóze, je téměř nemožné vytvořit rozumný plán a držet se ho. Tato kniha vám pomůže myslet vlastní hlavou, místo aby vám miliony cizích lidí říkaly, co si máte myslet.

Graham také věděl, že ani ti nejčestnější lidé k sobě nejsou vždy upřímní. Nikdo si rád nepřiznává vlastní nedostatky. Grahamova rada míří nejen na to, co by investoři měli dělat, ale také na to, co *mohou* udělat. Nikdy své čtenáře neuvádí v omyl falešnými sliby o trzích nebo o nich samotných. Tato kniha vám pomůže porozumět vašim silným a slabým stránkám a vytvoří intelektuální a emocionální rámec pro správná investiční rozhodnutí – a co je důležitější, pomůže vám držet se jich.

Jestliže nechcete být součástí davu, musíte z něj vystoupit. Inteligentní investor musí být disciplinovaný a přemýšlet odlišným způsobem.

Čtyři stavební kameny

Graham zdůrazňuje čtyři klíčové zásady:

- **Nemůžete být investorem a neobchodovat, můžete ale obchodovat, aniž byste kdy investovali.** Jestliže o akciích víte jen to, že jejich cena vzrostla nebo že je „všichni“ kupují, neinvestujete; spekulujete. Inteligentní investor provádí důkladnou analýzu a činí záměrná, konzistentní a měřitelná rozhodnutí.
- **Akcie není jen symbol na akciovém trhu ani měnící se řada cen na vašem mobilu; je to vlastnický podíl v podniku s fundamentální hodnotou nezávislou na ceně jeho akcií.** Inteligentní investor se zabývá studiem podniku, nikoliv akcie. (Viz tabulka 0-1.)

- **Tržní ceny jsou zpravidla přibližně správné, když se ale mýlí, mohou se mýlit propastně.** Graham vymyslel postavu zvanou Pan Trh, mýtickou postavu, která je plná chamtivosti a euforie, když akcie rostou, ale propadá strachu a beznaději, když akcie klesají.⁴ Inteligentní investor je realista, který prodává optimistům a nakupuje od pesimistů. Nikdy nesmíte dovolit, aby se vaše emoce staly rukojmími výkyvů nálad Pana Trhu.
- **Většina investorů se dopouští svých největších chyb v okamžiku, kdy se soustředí na to, kolik peněz by mohli vydělat, kdyby se ukázalo, že mají pravdu – a zapomínají zvážit, kolik by mohli ztratit, kdyby se ukázalo, že se mýlili.** Inteligentní investor se vždy drží toho, co Graham nazval „bezpečnostní mírou“, airbagem z pokory, který vám umožní přežít vaše ztráty, když se ukáže, že vaše analýza nebyla správná.

TABULKA 0-1 Akcie vs. Podniky

	Akcie	Podniky
Ocenění	Cena	Hodnota
Přesnost ocenění	S přesností na centy	Přibližné rozmezí
Základ ocenění	Co je dnes někdo ochoten zaplatit za možnost to vlastnit nebo s tím obchodovat, což je podmíněno náladami na trhu	Současná hodnota celkové budoucí hotovosti vygenerované podnikem
Četnost změny	Až tisíckrát denně	Maximálně párkrát za rok
Důvod změny	Čtvrtletní ziskovost; stabilita akciového trhu; geopolitické události; šum	Dlouhodobá ziskovost; stabilita podniku; konkurence
Typická doba držení	Maximálně jeden rok	Minimálně po jednu generaci
Riziko	Průběžná, aktuální volatilita tržní ceny	Trvalý pokles hodnoty podniku

Kniha Inteligentní investor vyšla poprvé v roce 1949. Cílem tohoto vydání u příležitosti 75. výročí vzniku této knihy je začlenit Grahamovy klasické poznatky do reality dnešního trhu.

Toto vydání se stejně jako předchozí verze publikovaná v roce 2003 drží Grahamova vlastního plánu. Inteligentní investor není – a Graham to ani nikdy nezamýšlel – uceleným průvodcem při výběru akcií ani instruktážní příručkou, jak analyzovat a hodnotit podniky. Vymezuje pravidla a zásady, které jsou nenahraditelným stavebním kamenem úspěšného investování. Jak to řekl sám Graham:

„Poměrně málo zde řekneme o technice analýzy cenných papírů; pozornost věnujeme především investičním zásadám a přístupu k investování.“

Všechny Grahamovy původní kapitoly zůstávají beze změn.⁵

⁴ Viz Kapitola 8.

⁵ Toto vydání na druhou stranu neobsahuje tři Grahamovy přílohy, které pojednávají o společnostech v dávné minulosti a již neaktuálních daňových zákonech. Pokud se s nimi chcete seznámit, odkazujeme vás na revidované vydání Inteligentního investora z roku 2007.

Do komentářů, které doprovázejí každou z Grahamových kapitol, jsem přidal příklady z nedávné doby, které dokládají platnost jeho zásad.

Tato kniha vám pomůže vytvořit si návyky a vypěstovat disciplínu, které jsou nezbytným základem úspěšného investování. Warren Buffett označil Inteligentního investora za „zdaleka nejlepší knihu o investování, jaká kdy byla napsána“, protože nikdo jiný tyto zásady nikdy nepochopil a nesdělil lépe než Graham.

S touto knihou ve svých rukách jste na dobré cestě stát se inteligentním investorem. V další kapitole si povíme, co to znamená a co na vás čeká.

Úvod: Čeho by kniha chtěla dosáhnout

Benjamin Graham

Tato kniha si klade za cíl poskytnout návod, jakým způsobem volit a realizovat investiční strategii, a to formou stravitelnou pro laickou veřejnost. Relativně málo toho zde bude napsáno o metodách analýzy cenných papírů; pozornost bude věnována především investičním zásadám, postojům a chování investorů. Nicméně přesto zde uvedeme řadu stručných srovnání některých cenných papírů – především v párech, jež se objevují vedle sebe na seznamu Newyorské burzy – abychom konkrétním způsobem vysvětlili důležité prvky výběru konkrétních kmenových akcií.

Hodně prostoru však bude věnováno historickému vývoji finančních trhů, v některých případech až několik desetiletí nazpátek. Inteligentní investování do cenných papírů vyžaduje, aby byl člověk obeznámen s tím, jak se různé druhy obligací a akcií skutečně chovaly za různě měnících se podmínek – u kterých je pravděpodobné, že je investor zažije na vlastní kůži, tedy přinejmenším některé. Žádné rčení není pravdivější a nehodí se k Wall Street více než proslulé varování Santayany: „Ti, kdo si nepamatují minulost, jsou odsouzeni ji opakovat.“*

Náš text je určen investorům, jež důsledně odlišujeme od spekulantů, a naším prvním úkolem bude přesně vysvětlit a zdůraznit tento tolik důležitý, avšak tak často zapomínaný rozdíl. Můžeme na počátku říci, že tato publikace není kniha typu „jak vydělat první milion“. Žádné stoprocentní a jednoduché cestičky ke zbohatnutí neexistují ani na Wall Street, ani nikde jinde. Bude jen ku prospěchu podtrhnout to, co bylo právě řečeno, krátkou exkurzí do finanční historie – zvláště když z ní plyne více než jen jedno poučení. V roce 1929, v době, kdy vrcholil překotný růst akciových trhů, napsal John J. Raskob, jedna z nejdůležitějších postav ve Spojených státech a stejně tak i na Wall Street, článek do časopisu *Ladies' Home Journal* s titulkem Každý může být bohatý, ve kterém velebil blaho kapitalismu.[†] V článku tvrdil, že pravidelným měsíčním investováním pouhých 15 dolarů do kvalitních kmenových akcií – při reinvestici dividend – lze za dvacet let dosáhnout jmění v hodnotě 80 000 dolarů, přičemž vynaložené peníze činily jen 3 600 dolarů. Kdyby měl tento magnát z General Motors pravdu, byla by vskutku jednoduchá cesta ke zbohatnutí. Do jaké míry měl však pravdu? Naše hrubé výpočty – založené na předpokladu investování do 30 akcií, které tvoří index Dow

* George Santayana (1863–1952), španělský filozof, esejista, básník a spisovatel. Studoval a žil ve Spojených státech. Je nejznámější patrně svým výrokem, který zde Graham zmiňuje. Více na <http://en.wikipedia.org/wiki/Santayana> (poznámka překladatele).

† John J. Raskob (1879–1950) byl ředitelem chemického gigantu společnosti Du Pont a předsedou finančního výboru společnosti General Motors. Působil taky jako národní předseda Demokratické strany a stál za výstavbou Empire State Building. Výpočty provedené profesorem financí Jeremym Siegelem ukázaly, že Raskobova investiční strategie by za dvacet let vygenerovala jmění v hodnotě 9 000 dolarů, ale to by bylo téměř zcela znehodnoceno inflací. Nejlepší pojednání o názorech Raskoba na dlouhodobé investice do akcií lze nalézt v článcích finančního poradce Williama Bernsteina na bit.ly/3QuKk8H.

Jones Industrial (DJI)* – naznačují, že pokud by někdo postupoval podle Raskobova investičního doporučení v letech 1929 až 1948, pak na počátku roku 1949 by investor vlastnil akciový majetek v hodnotě 8 500 dolarů. To je pořád daleko od 80 000 dolarů slibovaných tímto velkým mužem a jen to poukazuje na skutečnost, jak málo lze spoléhat na podobné optimistické předpovědi a ujišťování. Udělejme ale malou odbočku a všimněme si, že skutečně realizovaný výnos z dvacetileté aplikace dané investiční strategie činí více než 8 % (při ročním složeném úročení) – a to i navzdory skutečnosti, že investoři by zahájili své nákupy při hodnotě indexu DJI 300 bodů a své portfolio by oceňovali v roce 1948, kdy se index DJI pohyboval na hodnotě 177 bodů. Tento výsledek lze považovat za přesvědčivý argument ve prospěch strategie pravidelných měsíčních nákupů kvalitních kmenových akcií za dobrých i špatných časů – strategie nazývaná *dollar-cost averaging*.†

Jelikož není naše kniha určena spekulantům, není pro ty, kteří obchodují na trhu. Většina těchto lidí se řídí grafy nebo jinými převážně mechanickými nástroji pro určení toho správného okamžiku pro nákup či prodej. Jedna ze zásad, jež je používána téměř všemi takzvanými „technickými přístupy“, praví, že investor by měl nakoupit, *protože* kurz či trh vzrostl, a měl by prodat, *protože* kurz či trh poklesl. To je přesný opak zdravého obchodního rozumu aplikovaného kdekoliv jinde a je zcela nepravděpodobné, že by tato strategie mohla vést na Wall Street k trvalému úspěchu. Z naší vlastní zkušenosti a z pozorování akciového trhu po více než padesát let jsme nepoznali jediného člověka, jenž by důsledně a trvale vydělával peníze takovýmto „následováním trhu“. Neváháme otevřeně tvrdit, že jak je tento přístup moderní a populární, tak je chybný a nesprávný. Naše tvrzení doložíme – i když to nelze považovat za důkaz – pozdějším stručným pojednáním o slavné Dowově teorii obchodování na akciovém trhu.‡

Kniha *Inteligentní investor* je od svého prvního vydání v roce 1949 pravidelně revidována ve zhruba pětiletých intervalech. Při aktualizaci stávajícího vydání se musíme vypořádat s relativně velkým počtem událostí a změn, které proběhly od napsání třetího upraveného vydání v roce 1965. Mezi hlavní změny a události patří:

1. Bezprecedentní nárůst úrokových sazeb u vysoce kvalitních obligací.
2. Téměř 35% pokles hodnoty hlavních kmenových akcií, který skončil v květnu 1970. Jednalo se o největší procentní propad za posledních třicet let. (Bezpočet akcií nižší kvality zažilo mnohem hlubší propady.)

* Index Dow Jones Industrial (v originále *Dow Jones Industrial Average*, kde anglické slovo *average* je synonymem pro v češtině používaný pojem „index“) je nejznámější index pohybů cen a výnosů amerických akcií. Je založen na 30 vedoucích amerických průmyslových společnostech a lidově se nazývá Dow nebo DJIA. Patří do skupiny Dow Jones indexů, mezi které patří i indexy Dow Jones Transportation (DJTA) a Dow Jones Utilities (DJUA). Indexy počítá společnost Dow Jones & Co (poznámka překladatele).

† *Dollar-cost averaging* (v Británii *pound-cost averaging*), tj. průměrování pomocí pevné dolarové částky, je princip investování do akcií, kdy investor nakupuje pravidelně, ale vždy za stejnou sumu peněz. Je-li trh příliš nahoře, koupí za stanovenou částku méně cenných papírů, tzn. nekoupí tolik „drahých“ akcií, je-li naopak trh dole, investor nakoupí za předem definovanou částku větší množství „levnějších“ akcií (poznámka překladatele).

‡ Grahamovo „stručné pojednání“ je uvedeno ve dvou částech, na straně 43 a na stranách 166 až 167. Podrobnější popis Dowovy teorie lze nalézt na bit.ly/4b3xhT8

3. Přetrvávající inflace průmyslových a spotřebitelských cen, která nabrala na obrátcích i v době stagnace ekonomiky v roce 1970.
4. Rychlý rozvoj konglomerátních společností, koncesních (franšízových) podniků a dalších novinek v ekonomice a financích. (Mezi ně patřily různé ošidné nástroje, jako například *letter stock* (neregistrované akcie),¹ široké rozšíření opčních akciových certifikátů (*stock-option warrants*), zavádějících jmen investičních instrumentů, využívání zahraničních bank a další.)[†]
5. Bankrot největší železniční společnosti, rozsáhlé krátkodobé i dlouhodobé zadlužení mnoha dříve tak silných a zavedených podniků a znepokojivé problémy insolvence i mezi makléřskými firmami na Wall Street.[‡]
6. Nástup „výkonnostní“ módy v řízení investičních fondů, včetně některých svěřeneckých fondů spravovaných bankami, se znepokojujícími výsledky.

Všechny tyto události a jevy vezmeme pečlivě v úvahu, některé z nich budou dokonce znamenat změny v závěrech či místech, na které jsme kladli důraz v předešlých vydáních této knihy. Základní principy rozumného investování by se neměly měnit z desetiletí na desetiletí, je však zapotřebí přizpůsobit používání těchto principů významným změnám ve fungování a klimatu na finančních trzích.

Předcházející výrok byl podroben zatěžkávací zkoušce v průběhu psaní tohoto vydání, jehož první koncept jsme dokončili v lednu 1971. V této době prožíval index DJI období silného zotavení po relativně mizerném období a od minima v roce 1970 na úrovni 632 bodů směřoval k maximu roku 1971 na hodnotě 951 bodů, což vyvolávalo všeobecný optimismus. V době dokončení posledního konceptu v listopadu 1971 se trh opět zmítal v agonii nového propadu, který srazil hodnotu indexu na 797 bodů, což opět způsobilo obecné znepokojení ohledně jeho další budoucnosti. Těmto fluktuacím a náladám jsme však nedovolili ovlivnit náš obecný postoj ke zdravé investiční strategii, která zůstala od prvního vydání této knihy v roce 1949 v podstatě nezměněna.

Velikost propadu trhu na přelomu let 1969 a 1970 výrazně napomohla rozptýlit klamné iluze, které se v posledních dvou desetiletích nebezpečně šířily. Šlo o to, že hlavní akciové tituly bylo možno koupit prakticky kdykoliv a za jakoukoliv cenu, a to nejenom s jistotou konečného zisku, ale i s ujištěním, že jakákoliv utrpená ztráta bude brzy zcela vykompenzována opětovným nárůstem trhu do vyšších úrovní.

¹ Číslované odkazy v Grahamově textu se vztahují k vysvětlivkám na konci knihy, s. 471.

[†] Podílové fondy nakupovaly *letter stock* v blokových obchodech od emitentů a pak je následně za vyšší cenu nabývaly investiční veřejnosti (viz Grahamova definice ve vysvětlivkách na straně 471). To umožnilo těmto „fantastickým“ fondům vykazovat v polovině šedesátých let neudržitelně vysoké výnosy. Komise pro cenné papíry učinila v roce 1969 přítrž tomuto zneužívání a investoři do fondů je přestali poptávat. Opční akciové certifikáty jsou vysvětleny v kapitole 16.

[‡] 21. června 1970 byl prohlášen konkurz na společnost Penn Central Transportation, tehdy největší dráhy ve Spojených státech, který naprosto šokoval celou investiční veřejnost, neboť si nedokázala ani představit, že by tak velká společnost mohla jít ke dnu (viz stranu 349). Mezi „rozsáhlé“ zadlužené podniky, které měl Graham na mysli, patřily Ling-Temco-Vought a National General (viz stranu 351 a 381). „Problémy s insolvenčí“ se na Wall Street začaly objevovat mezi lety 1968 a 1971, kdy zne nadání zkrachovalo několik prestižních makléřských firem.

To znělo příliš dobře na to, aby to byla pravda. Nakonec se akciový trh „vrátil do normálu“ v tom smyslu, že jak spekulanti, tak i akcioví investoři se znovu museli připravit na to, že budou zažívat významné, možná i dlouhotrvající propady nebo nárůsty hodnoty jejich akciových podílů.

Mezi méně kvalitními akciemi – druhého a třetího řádu –, zejména pak mezi akciemi společností, které poprvé vstoupily na burzu, měl zmatek způsobený tehdejšími propadem trhu katastrofické následky. Samo o sobě by to nebylo nic nového – mezi lety 1961 a 1962 došlo k podobně dramatickému vývoji – avšak začátkem sedmdesátých let zde působil zcela nový faktor, a tím byla významná angažovanost mnoha investičních fondů v těchto vysoce spekulativních a evidentně nadhodnocených akciích. Patrně nejen nováčci potřebují neustále opakovat, že i když v mnoha oblastech lidského konání vede entuziasmus k úspěchu, na Wall Street vede téměř zcela jistě ke katastrofě.

Hlavní problém, se kterým se musíme vypořádat, spočívá v obrovském zvýšení úrokových sazeb u nejkvalitnějších obligací. Od konce roku 1967 mohl investor vydělat na úrocích z těchto obligací dvakrát tolik, než kolik mu vynesly dividendy prvotřídních kmenových akcií. Na počátku roku 1972 činil výnos z prvotřídních obligací 7,19 % v porovnání s pouhým 2,76% výnosem z průmyslových akcií. (Na konci roku 1964 činil tento poměr 4,40 % a 2,92 % ve stejném pořadí.) Jen stěží dokážeme pochopit, že když jsme v roce 1949 dokončili první vydání této knihy, byl poměr výnosů zcela opačný: obligace vydělávaly pouhé 2,66 % a akcie 6,82 %.² V předešlých vydáních naší knihy jsme důsledně nabádali k tomu, že nejméně 25 % hodnoty portfolia konzervativního investora by mělo být drženo v kmenových akciích, a upřednostňovali jsme rovnoměrné (50 : 50) rozdělení portfolia mezi tyto dva investiční nástroje. V současné době musíme zvážit, zda stávající obrovská převaha výnosů z obligací nad výnosy z akcií může vést ke strategii investování pouze do obligací do doby, než se poměr výnosů vrátí do rozumných mezí, což očekáváme, že dříve či později nastane. Důležitým mezníkem v rozhodování o tomto bodě se přirozeně stane i problém pokračující inflace. Této otázce budeme věnovat celou kapitulu.

V minulosti jsme rozlišovali dva základní typy investorů, kterým je určena tato kniha – jednalo se o „opatrného“ a „odvážného“ investora. Opatrný (nebo taktéž pasivní) investor bude při investování klást největší důraz na to, aby se vyhnul závažným chybám nebo ztrátám. Jeho druhým cílem bude zajistit si minimum starostí a trápení a vyhnout se nutnosti často se rozhodovat. Určujícím znakem odvážného (nebo taktéž aktivního, iniciativního nebo agresivního) investora bude jeho ochota vynaložit čas a pozornost výběru cenných papírů, které jsou solidní, ale zároveň atraktivnější než ostatní. Během mnoha desetiletí mohl odvážný investor tohoto zrna očekávat za svou obratnost a extra úsilí hodnotnou odměnu ve formě vyššího průměrného výnosu, než jaký vydělal pasivní investor. Máme určité pochyby, zda současné podmínky umožňují aktivním investorům získat za jejich dodatečné úsilí opravdu podstatnou kompenzaci. Avšak v příštím roce nebo v dalších letech může být situace zcela odlišná. Proto nepřestaneme věnovat pozornost možnostem iniciativního investování, neboť tyto v minulých obdobích existovaly, a mohou se tedy kdykoliv vrátit.

Již dlouho panuje názor, že umění úspěšného investování spočívá především ve výběru odvětví, která v budoucnu pravděpodobně porostou, a následně v určení těch nejnadějnějších společností z daného odvětví. Například chytrí investoři – nebo jejich prozíraví

poradci – by již dávno vytušili růstové možnosti počítačového průmyslu jako celku a zejména pak společnosti International Business Machines (IBM), podobně jako v případě dalších rostoucích odvětví nebo společností. Ale rozpoznat příležitost není tak jednoduché, jak to zpětně vždy vypadá. Abychom hned na počátku toto tvrzení ozřejmili, uvádíme odstavec z prvního vydání této knihy z roku 1949:

Takovým investorem může být například člověk, který nakupuje akcie leteckých společností, neboť se domnívá, že jejich budoucnost je mnohem zářivější než trend, který trh už nyní vykazuje. Pro tento typ investora bude hodnota knihy spočívat především spíše v poskytnutí varování před pastmi, které jsou v této oblíbené investiční technice skryty, než v nějaké pozitivní metodě, která mu pomůže na jeho cestě.*

Zrovna v případě odvětví, o kterém jsme hovořili, se tyto pasti ukázaly jako obzvláště nebezpečné. Přirozeně bylo velice snadné předpovídat, že objem letecké dopravy v dalších letech velkolepě poroste. Akcie leteckých společností se vzhledem k této skutečnosti staly oblíbenou položkou v portfoliích investičních fondů. Ale i přes překotný nárůst tržeb – tempem, které předstihlo i růst počítačového průmyslu – se objevily faktory (technologické problémy a nadměrný nárůst kapacit), které zapříčinily kolísavé a místy katastrofální výsledky hospodaření. V roce 1970, přestože doprava vykázala nové rekordní objemy, znamenaly aerolinky pro své akcionáře ztrátu přibližně 200 milionů dolarů. (Aerolinky vykázaly negativní výsledky hospodaření také v letech 1945 a 1961.) V letech 1969 a 1970 opět poklesly kurzy akcií leteckých společností ve větším rozsahu, než v jakém poklesl celý trh. Z historických údajů lze dovodit, že i nejlépe placení odborníci z podílových fondů se zcela mýlili ohledně relativně krátkodobé budoucnosti tak významného a nijak obzvláště nesrozumitelného odvětví.

Na druhé straně, přestože investiční fondy ve akciích společnosti IBM měly značné investice a velké zisky, nebyly schopny z důvodů očividně vysoké ceny a nemožnosti být si *jistý* ohledně míry růstu kurzu investovat více než, řekněme, 3 % svých prostředků do zmíněné skvělé společnosti. Dopad této vynikající volby na jejich celkové výsledky proto nebyl z tohoto důvodu v žádném případě přesvědčivý. Navíc, velký počet – ne-li většina – investic fondů do jiných počítačových firem byla nerentabilní. Z těchto dvou obecných příkladů bychom pro naše čtenáře rádi vyvodili dvě ponaučení:

1. Evidentní perspektivy objemového růstu podniku ještě zdaleka nemusí znamenat odpovídající výnosy pro investora.
2. Ani profesionálové neznají spolehlivé postupy, jak vybírat nejslibnější společnosti v nejslibnějších odvětvích.

* „Akcio leteckých společností“ představovaly na konci čtyřicátých a počátku padesátých let tolik vzrušení, kolik jej nadělaly internetové akcie o půl století později. Mezi nejvyhledávanější podílové fondy té doby patřily Aeronautical Securities a Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Tyto fondy, stejně tak jako akcie, které vlastnily, se staly pohřebištěm mnoha investičních prostředků. V současné době je obecně známo, že kumulativní výděvky leteckého průmyslu za celou svou historii byly záporné. Graham zde nenabádá k tomu, abyste se vyhýbali nákupům akcií leteckých společností, ale abyste nikdy nepodlehli „jistotě“, že některé odvětví překoná v budoucnosti všechna ostatní.

Autor knihy nepoužíval tohoto přístupu ve svém působení jako manažer fondu, proto tedy nemůže poskytnout ani odbornou radu, ani emocionální podporu těm, kteří by jej rádi vyzkoušeli.

O co se tedy v této knize vlastně snažíme? Naším hlavním cílem bude navést naše čtenáře tak, aby se dokázali vyhnout oblastem možných závažných chyb, a pokusit se vytvořit investiční strategie, se kterými bude čtenář spokojen, nebo, jak se říká, „v pohodě“. Skutečně totiž platí, že největším problémem investora – a také jeho největším nepřítelem – je pravděpodobně on sám. („Chyba nebude, milý investore, ve hvězdách – ani v našich akciích – ale v nás. ...“) To se mnohokrát potvrdilo, zejména v posledních desetiletích, kdy se investice do kmenových akcií staly pro konzervativního investora víceméně nutností, což znamenalo, že je chtěl nechtě vystaven veškerému vzrušení a všem pokusům, které akciový trh přináší. Doufáme, že pomocí argumentů, příkladů a nabádání se nám podaří pomoci čtenářům vybudovat si ten správný duševní a emocionální postoj ke svému investičnímu rozhodování. Ze zkušeností víme, že mnohem více peněz vydělají a *udrží* „obyčejní lidé“, kteří jsou pro investování dobře povahově vybavení, než ti, kteří jsou lépe vybaveni teoreticky, mají mnohem větší znalosti o financích, účetnictví a fungování akciového trhu, ale chybějí jim ty správné povahové rysy.

Dále doufáme, že se nám podaří vštípit čtenářům sklon k poměřování a kvantifikaci. Pro 99 akcií ze sta můžeme říci, že při určitém kurzu jsou dostatečně levné na to, aby stály za koupi, a při jiné ceně jsou tak drahé, že bychom je měli prodat. Neocenitelnou vlastností při investování je zvyk poměřovat cenu, kterou platíme, s hodnotou, která je nabízena. V našem článku, který vyšel před mnoha lety v jednom časopise pro ženy, jsme čtenářům doporučovali, aby nakupovali akcie stylem, jakým nakupují potraviny, nikoliv stylem, jakým nakupují parfémy. Skutečně úděsné ztráty v posledních několika letech (a také v mnoha podobných případech v minulosti) byly realizovány u těch akciových titulů, u kterých se investor jaksi zapomněl zeptat: „Kolik?“

V červnu 1970 by na otázku „kolik?“ mohla postačit krátká odpověď, magické číslo 9,40 % – výnos dosažitelný z nových emisí prvotřídních obligací podniků veřejných služeb. Tento výnos v současné době poklesl zhruba na 7,3 %, ale i toto číslo svádí k položení otázky: „Proč odpovídat jinak?“ Avšak existují i jiné možnosti odpovědi a ty je potřeba pečlivě zvážit. Kromě toho musíme znovu zopakovat, že jak my, tak i naši čtenáři musí být předem připraveni na možnost, že nastanou zcela jiné podmínky, řekněme v letech 1973–1977.

Proto zde představíme praktický plán či strategii pro investování do kmenových akcií, jehož část bude určena oběma třídám investorů a část bude ušita na míru skupině iniciativních, odvážných investorů. Jakkoliv podivné se to může zdát, je jedním z našich prvních a hlavních doporučení požadavek, aby se čtenář ve svých investicích omezil pouze na ty akcie, které se prodávají za ceny nepříliš vzdálené od hodnoty hmotných aktiv společnosti.* Existují praktické i psychologické důvody, proč dáváme tak zdánlivě staromódní rady. Ze zkušeností víme, že i když existuje celá řada dobrých rostou-

* Za hmotná aktiva zde považujeme jednak hmotný majetek podniku (jako jsou pozemky, výrobní haly, stroje a zařízení a zásoby), ale také finanční majetek (hotovost, krátkodobé investice a pohledávky). Do hmotných aktiv nezahrnujeme hodnotu značek, patentů, franšíz, goodwillu a obchodních známek. Podrobnější návod na výpočet hmotných aktiv je uveden v poznámce + na straně 171.

cích společností, jejichž akcie se prodávají za několikanásobky hodnoty čistých aktiv, jsou investice do těchto akcií příliš závislé na rozmarech a fluktuacích akciového trhu. Naproti tomu investici do akcií, řekněme, podniků veřejných služeb za cenu odpovídající zhruba hodnotě čistých aktiv lze vždy považovat za vlastnický podíl ve zdravé a rozvíjející se společnosti, pořízenou za racionální cenu – bez ohledu na to, co o dané investici právě říká akciový trh. Tento konzervativní postoj generuje výsledky, které budou v konečném součtu lepší než výsledky vzrušujících dobrodružství do přitažlivých a nebezpečných oblastí očekávaného růstu.

Umění investování má jednu vlastnost, která není všeobecně potěšitelná. Úctyhodných, i když ne přímo úžasných výsledků může při investování dosáhnout i laický investor s minimem úsilí a schopností; avšak k vylepšení tohoto jednoduše dosažitelného standardu je potřeba mnoho píle a více než jen špetky inteligence a rozumu. Budete-li se pouze snažit ovlivnit svůj investiční plán *pouze malou dávkou* dodatečných znalostí a chytrosti, může se stát, že namísto realizace o něco lepších než normálních výnosů zjistíte, že jste na tom ve skutečnosti hůře.

Vzhledem k tomu, že kdokoliv – tím, že investuje do reprezentativního vzorku trhu – může realizovat průměrné tržní výnosy, zdá se „překonání průměrnosti“ poměrně jednoduchou záležitostí; avšak ve skutečnosti je procento chytrých investorů, kteří se o to neúspěšně snaží, překvapivě vysoké. Dokonce ani většina podílových fondů se svými zkušenými a kvalifikovanými zaměstnanci nepodávala v průběhu let tak dobré výsledky jako celkový trh. S tím jsou spojeny i publikované predikce vývoje akciových kurzů vydávané makléřskými domy – existují totiž přesvědčivé důkazy, že jejich vypočtené předpovědi byly dokonce o něco méně spolehlivé než prosté házení mincí.

Při psaní knihy jsme se snažili mít tuto základní past investování stále na paměti. Zdůraznili jsme klady jednoduchého portfolia taktiky, tj. investice do kvalitních obligací plus diverzifikované portfolio hlavních akciových titulů, kterou může investor vykonávat pouze s minimální pomocí investičních poradců. Dobrodružné výlety za hranice tohoto bezpečného a zdravého teritoria byly prezentovány jako výpravy plné náročných obtíží, a to zejména v oblasti temperamentu. Dříve, než se investor pustí do takového rizika, měl by si být sebou a svými poradci absolutně jistý – zejména v otázce jejich jasného chápání rozdílů mezi investicí a spekulací a mezi tržní cenou a fundamentální hodnotou pořizované akcie.

Cílevědomý přístup k investování, pevně spjatý se zásadou bezpečnostního polštáře, je schopen odměnit své následovatele slušnými výnosy. Avšak rozhodnutí pustit se raději za těmito požitky než jen oddaně čekat na nižší, ale mnohem jistější ovoce opatrného (defenzivního) investování by nemělo být učiněno bez hluboké sebeanalýzy.

Jedna retrospektivní úvaha na závěr. Když se v červnu 1914 ocitl autor ještě jako mladík poprvé na Wall Street, nikdo tehdy neměl ani zdání o tom, co přinese druhá polovina století. (Akciový trh tenkrát neměl sebemenší podezření, že se za dva měsíce rozhoří světový konflikt a dojde k uzavření newyorské burzy.) Nyní, v roce 1972, žijeme v nejbohatší a nejmocnější zemi na světě. I přesto nás však sužuje celá řada různých problémů a budoucnost nás více než důvěrou naplňuje obavami. Nicméně, omezíme-li naši pozornost na americkou investiční historii, lze se za 57 let fungování investic dobrat k relativně povzbuzujícím závěrům. Přes všechny rány osudu a neštěstí, které čím méně byly předvídatelné, tím větší silou dopadaly, nikdy nepřestalo platit, že zdravé investiční

Vážení čtenáři, právě jste dočetli ukázkou z knihy Inteligentní investor - Třetí vydání.
Pokud se Vám ukázka líbila, na našem webu si můžete zakoupit celou knihu.