

VELKÁ KNIHA INVESTOVANIA



INTELIGENTNÝ INVESTOR

BENJAMIN GRAHAM

S DODATKAMI JASONA ZWEIGA

INTELIGENTNÝ INVESTOR

VEĽKÁ KNIHA
INVESTOVANIA

BENJAMIN GRAHAM

s dodatkami Jasona Zweiga

Upozornenie pre čitateľov a užívateľov tejto knihy

Všetky práva vyhradené. Žiadna časť tejto tlačenej či elektronickej knihy nesmie byť reprodukováaná a šírená v papierovej, elektronickej či inej podobe bez predchádzajúceho písomného súhlasu vydavateľa. Neoprávnené použitie tejto knihy bude trestne stíhané. Automatizovaná analýza textov alebo dát v zmysle čl. 4 smernice 2019/790/EÚ a použitie tejto knihy na tréningovanie AI sú bez súhlasu nositeľa autorských práv zakázané.

Benjamin Graham
s dodatkami Jasona Zweiga

Inteligentný investor

Preložené z anglického originálu *The Intelligent Investor, Revised Edition*.

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

„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*, Magazines 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—Revised Edition*. Copyright © 1973 by Benjamin Graham. New material: Copyright © 2003 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 Inc., 10 East 53rd Street, New York, New York 10022.

Vydala GRADA Slovakia s. r. o. pod značkou GRADA
Moskovská 29, 811 08 Bratislava 1
www.grada.sk, Tel.: +421 2 556 451 89
ako svoju 259. publikáciu

Jazyková korektúra Dominika Gajdošová, Lubica Hroncová
Návrh obálky Adrián Macho
Grafická úprava a sadzba SOFT DESIGN, s. r. o.
Zodpovedný redaktor Marcel Melicher
Vydanie 1. 2024
Počet strán 512
Tlač TNM PRINT s.r.o.

Slovak edition © GRADA Slovakia s. r. o., 2024
Translation © Martin Kolenič, 2024
Cover design © Adrián Macho, 2024

ISBN 978-80-8090-788-4

OBSAH

Predslov k štvrtému vydaniu od Warrena E. Buffetta	7
Benjamin Graham (*1894 – †1976)	9
Poznámka o Benjaminovi Grahamovi od Jasona Zweiga	11
ÚVOD: Čo si táto kniha kladie za cieľ?	15
KOMENTÁR K ÚVODU	23
1 Investícia verzus špekulácia: Čo očakáva inteligentný investor?	29
KOMENTÁR KU KAPITOLE 1	41
2 Investor a inflácia	51
KOMENTÁR KU KAPITOLE 2	59
3 Storočie histórie akciového trhu: Úroveň cien akcií na začiatku roka 1972	65
KOMENTÁR KU KAPITOLE 3	77
4 Všeobecný prístup k portfóliu: Defenzívny investor	85
KOMENTÁR KU KAPITOLE 4	97
5 Defenzívny investor a bežné akcie	107
KOMENTÁR KU KAPITOLE 5	117
6 Portfólio stratégie podnikavého investora: Čomu sa vyvarovať?	125
KOMENTÁR KU KAPITOLE 6	135
7 Portfólio stratégie podnikavého investora: pozitívna stránka	143
KOMENTÁR KU KAPITOLE 7	161
8 Investor a výkyvy na trhu	169
KOMENTÁR KU KAPITOLE 8	187
9 Investovanie do investičných fondov	199
KOMENTÁR KU KAPITOLE 9	211
10 Investor a investičné poradenstvo	223
KOMENTÁR KU KAPITOLE 10	235
11 Základy analýzy cenných papierov pre amatérskeho investora	243
KOMENTÁR KU KAPITOLE 11	259
12 Čo treba vedieť o zisku na akciu	267
KOMENTÁR KU KAPITOLE 12	277

13	Porovnanie štyroch verejne obchodovaných spoločností	283
	KOMENTÁR KU KAPITOLE 13	291
14	Výber akcií pre defenzívneho investora	299
	KOMENTÁR KU KAPITOLE 14	313
15	Výber akcií pre agresívneho investora	321
	KOMENTÁR KU KAPITOLE 15	339
16	Konvertibilné cenné papiere a warranty	345
	KOMENTÁR KU KAPITOLE 16	359
17	Štyri extrémne poučné anamnézy	363
	KOMENTÁR KU KAPITOLE 17	377
18	Porovnanie ôsmich párov spoločností	383
	KOMENTÁR KU KAPITOLE 18	405
19	Vzťah akcionárov a manažmentu v oblasti dividendovej politiky	417
	KOMENTÁR KU KAPITOLE 19	425
20	„Bezpečnostný vankúš“ ako ústredná koncepcia investovania	437
	KOMENTÁR KU KAPITOLE 20	447
	Dodatok	453
	KOMENTÁR K DODATKU	455
	Prílohy	457
1.	Superinvestori z Grahamovíc a Doddovíc	457
2.	Dôležité pravidlá v súvislosti so zdanením príjmov z investovania a obchodov s cennými papiermi (v roku 1972)	479
3.	Základy zdanenia v kapitálovom investovaní (aktualizované podľa stavu v roku 2003)	481
4.	Novodobé špekulácie s bežnými akciami	483
5.	Prípadová štúdia: Aetna Maintenance	493
6.	Účtovanie akvizície akcií Sharon Steel spoločnosťou NVF	495
7.	Technologické spoločnosti ako investície	497
	Poďakovanie Jasona Zweiga	499
	Vysvetlivky	501

Predslov k štvrtému vydaniu od Warrena E. Buffetta

Prvé vydanie tejto knihy som čítal začiatkom roku 1950, keď som mal devätnásť. Vtedy som bol presvedčený, že je to jednoznačne najlepšia kniha o investovaní, akú kto kedy napísal. Myslím si to vlastne dodnes.

Aby človek v priebehu života úspešne investoval, nepotrebuje na to nadpriemerný intelekt, neobvyklý prehľad o podnikateľskej sfére, ani dôverné informácie. Potrebuje na to iba rozumný intelektuálny rámec, ktorým sa bude riadiť, a schopnosť udržať na uzde emócie, ktoré by inak mohli tento rámec sabotovať. Táto kniha jasne načrtáva správny rámec. Emocionálnu disciplínu už budete musieť zvládnuť sami.

Ak budete postupovať a podnikat' podľa Grahamových zásad – a k tomu venujete osobitnú pozornosť neoceniteľným radám v ôsmej a dvadsiatej kapitole – nedosiahnete pri investovaní zlé výsledky. (Už to je väčší úspech, akoby sa mohlo spočiatku zdať.) Pravdepodobnosť, že dosiahnete vynikajúce výsledky, bude závisieť od toho, koľko úsilia a intelektu venujete investovaniu, ako aj od toho, koľko hlúposti a bláznovstiev sa počas vašej investičnej kariéry udeje na burzách. Čím pochabejšie sa trh správa, tým väčšia je príležitosť pre investora, ktorý sa správa obchodne. Riadte sa Grahamom – tak budete môcť z pochabosti vyťažiť, namiesto toho, aby ste sa na nej sami podieľali.

Ben Graham bol pre mňa oveľa viac než len autorom kníh alebo učiteľom. Ovplyvnil môj život viac ako ktorýkoľvek iný muž, ak teda nepočítam vlastného otca. V nasledujúcich riadkoch nájdete stručnú spomienku, ktorú som o Benovi napísal krátko po jeho smrti v roku 1976 pre časopis Financial Analysts Journal. Verím, že pri čítaní tejto knihy zachytíte aj jeho výnimočné vlastnosti, o ktorých v nasledujúcej spomienke píšem.

Benjamin Graham (*1894 – †1976)

Pred niekoľkými rokmi sa vtedy už takmer osemdesiatročný Ben Graham zdôveril jednému z priateľov. Prezradil mu o svojej túžbe každý deň urobiť „niečo bláznivé, niečo tvorivé a niečo veľkorysé“.

Prvý rozmarný životný cieľ, ktorý spomenul, je žiarivým príkladom toho, ako vedel svoje myšlienky prezentovať bez náznakov poučovania či sebaapresadzovania. Hoci prichádzal so silnými a významnými myšlienkami, nikdy ich nepretláčal nasilu.

Čitatelia tohto časopisu zaiste nepotrebujú podrobný opis jeho tvorivých úspechov. Zakladateľom nových vedných odborov sa len málokedy stáva, že zostanú na výslni dlhší čas bez toho, aby ich čoskoro zatienil niektorý nasledovník. Aj viac ako štyri desaťročia po vydaní knihy, ktorá vniesla do chaotickej a zmätočnej činnosti svetlo poriadku a logiky, je však ťažké uvažovať o možných kandidátoch čo i len na druhé miesto v oblasti analýzy cenných papierov. V oblasti, kde mnohé práce vyznievajú smiešne už pár týždňov alebo mesiacov po publikovaní, zostali Benove zásady zdravé – po finančných búrkach, ktorým slabšie intelektuálne pravidlá podľahli, naopak nabrali na hodnote a podarilo sa nám ich lepšie pochopiť. Tým, ktorí sa nimi riadili, neochvejne prinášali odmenu – dokonca aj tým, ktorí mali prirodzené schopnosti horšie ako nadanejší praktici, ktorí sa potkýnali o módné vlny či „geniálne“ prístupy.

Na Benovej profesionálnej dominancii bolo pozoruhodné, že ju dosiahol bez toho, aby sa musel úzkoprso a s klapkami na očiach sústreďovať na jediný cieľ. Bola skôr náhodou, akýmsi vedľajším produktom činnosti intelektu, ktorého šírku bolo sotva možné zmerať. Určite som nikdy nestretol nikoho podobne široko rozhladeného. Prakticky absolútna pamäť, nekonečná fascinácia novými poznatkami a schopnosť pretvárať ich do podoby uplatniteľnej na zdanlivo nesúvisiace problémy len viedli k tomu, že skúmať jeho myšlienky v hocijakej oblasti prinášalo človeku potešenie.

Nad všetkým ostatným však vynikal predovšetkým svojím tretím životným imperatívom – veľkorysťou. Bena som poznal ako učiteľa, zamestnávateľa a priateľa. V každom vzťahu – aj voči všetkým ostatným študentom, zamestnancom a priateľom – sa prejavovala jeho bezvýhradná a nezištná veľkorysť v myšlienkach, venovanom čase a eláne, ktorý rozdával. Ak bolo treba niečo lepšie pochopiť alebo objasniť, nenašli by ste nikoho lepšieho, a ak bolo potrebné povzbudenie alebo rada, Ben tu bol vždy pre nás.

Walter Lippmann hovoril o mužoch, ktorí sadia stromy, pod ktorými budú iní sedávať. Ben Graham bol takýmto mužom.

Prevzaté z novembrového a decembrového vydania časopisu *Financial Analysts Journal* z roku 1976

Poznámka o Benjaminovi Grahamovi od Jasona Zweiga

Kto bol Benjamin Graham a prečo by ste ho mali počúvať?

Graham bol nielen jedným z najlepších investorov, akí kedy žili, ale aj doposiaľ najväčším odborníkom na praktické investovanie. Pred Grahamom sa správcovia peňazí správali podobne ako v stredovekom cechu, ovládanom najmä poverami, dohadmi a tajomnými rituálmi. Grahamova učebnica Analýza cenných papierov premenila tieto naftalínom zatuchnuté kruhy na modernú profesiu.^I

Kniha Inteligentný investor je vôbec prvou prácou, ktorá opisuje emocionálny rámc a analytické nástroje nevyhnutné pre finančný úspech individuálnych investorov. Dodnes nikto nenapísal lepšiu knihu o investovaní určenú pre širokú verejnosť. Inteligentný investor bola prvá kniha, ktorú som si prečítal, keď som v roku 1987 nastúpil do časopisu Forbes ako mladý reportér, a zaujala ma Grahamova istota, že všetky býčie trhy (angl. bull market, trhy s trendom rastu, pozn. prekl.) skôr či neskôr dopadnú zle. V októbri toho roku zaznamenali americké akcie najhorší jednoduchý prepád v histórii, čo iba posilnilo môj záujem. (Dnes, po divokom období rastu, ktoré vládlo trhom koncom 90. rokov, a brutálnom prepade, ktorý sa začal začiatkom roka 2000, nadobúda Inteligentný investor priam prorocký nádych.)

Graham prešiel za poznatkami neľahkú cestu: na vlastnej koži pocítil utrpenie finančných strát a okrem toho desaťročia skúmal históriu a psychológiu trhov. Narodil sa ako Benjamin Grossbaum 9. mája 1894 v Londýne; jeho otec bol obchodník s porcelánovým riadom a figúrkami.^{II} Keď mal Ben rok, s rodinou sa presťahovali do New Yorku. Spočiatku si žili dobre – spolu so slúžkou, kuchárom a guvernankou z Francúzska bývali na hornej Piatej avenue. Benov otec však v roku 1903 zomrel, obchod s porcelánom upadol a rodina sa pomaly prepadala do chudoby. Matka z domu urobila penzión a neskôr si požičala peniaze na obchodovanie s akciami „na maržu“, na čo pri krachu v roku 1907 veľmi škaredo doplatila. Ben si do konca života pamätal to poníženie, keď raz bol pre mamu zinkasovať šek v banke a začul pokladníka pýtať sa: „Bude Dorothy Grossbaumová schopná splatiť päť dolárov?“

Graham našťastie získal štipendium na Kolumbijskej univerzite, kde sa jeho genialita mohla prejaviť naplno. Promoval už v roku 1914 ako druhý najlepši v ročníku. Koncom posledného semestra mu tri katedry – angličtiny, filozofie a matematiky – ponúkli miesto na fakulte. Vtedy mal iba 20 rokov.

I Spoluautor David Dodd, prvé vydanie vyšlo v roku 1934.

II Grossbaumovci si zmenili meno na Graham počas prvej svetovej vojny, keď sa na nemecky znejúce mená pozeralo s podozrením.

Namiesto akademickej pôdy sa Graham rozhodol vyskúšať Wall Street. Začal ako úradník v spoločnosti obchodujúcej s dlhopismi, čoskoro sa stal analytikom, potom partnerom a krátko nato začal viesť vlastnú investičnú spoločnosť.

Internetový ošiaľ a krach by Grahama neprekvapili. V apríli 1919 zarobil 250 % v prvý deň obchodovania s novou emisiou akcií spoločnosti Savold Tire v rýchlom sa rozvíjajúcom automobilovom priemysle; v októbri sa zistilo, že celá firma bola podvodom a jej akcie boli bezcenné.

Graham sa stal majstrom v skúmaní akcií do mikroskopických, takmer molekulárnych detailov. V roku 1925, keď sa prehrabával v neprehľadných správach ropných spoločností pre americkú Medzištátnu obchodnú komisiu, zistil, že spoločnosť Northern Pipe Line Co. – ktorá sa vtedy obchodovala po 65 dolárov za akciu – drží vysokokvalitné dlhopisy v hodnote najmenej 80 dolárov za akciu. (Graham nakúpil akcie spoločnosti, presvedčil jej manažérov, aby navýšili dividendu, a o tri roky neskôr predal svoj podiel po 110 dolároch za akciu.)

Napriek hrozivej strate takmer 70 % počas Veľkej hospodárskej krízy v rokoch 1929 až 1932 Graham prežil a darilo sa mu aj po nej, keď z trosiek býčieho trhu vyťažil výhodné ponuky. O Grahamových prvých výnosoch nemáme záznamy, ale od roku 1936 až do odchodu do dôchodku v roku 1956 dosahovala jeho spoločnosť Graham-Newman Corp. ročný zisk najmenej 14,7 % v porovnaní s 12,2 % na akciovom trhu ako celku – čo je jeden z najlepších dlhodobých výsledkov v histórii Wall Street.^{III}

Ako to Graham dokázal? Vďaka kombinácii mimoriadnych intelektuálnych schopností a zdravého sedliackeho rozumu s bohatými skúsenosťami zostavil Graham základné princípy, ktoré platia od jeho čias až dodnes a sú minimálne rovnako užitočné:

Akcia nie je len burzová značka alebo bod na obrazovke; je to vlastnícky podiel v skutočnom podniku, ktorého hodnota nezávisí od ceny akcie.

Trh je kyvadlo, ktoré sa neustále pohybuje medzi neudržateľným optimizmom (ktorý akcie predražuje) a neopodstatneným pesimizmom (ktorý ich zasa zbytočne podhodnocuje). Inteligentný investor je realista, ktorý predáva optimistom a nakupuje od pesimistov.

Budúca hodnota každej investície je funkciou jej súčasnej ceny. Čím vyššiu cenu dnes zaplatíte, tým nižší bude váš neskorší výnos.

Bez ohľadu na to, ako veľmi ste opatrní, nikdy sa vám nepodarí eliminovať riziko, že sa mýlite. Pravdepodobnosť vlastného omylu môžete minimalizovať iba vtedy, ak sa budete riadiť Grahamovým princípom takzvanej „bezpečnostnej rezervy“, čiže nikdy nepreplácať, bez ohľadu na atraktivitu danej investície.

Tajomstvo vášho finančného úspechu tkvie vo vás samých. Ak budete myslieť kriticky, „pravdy“ z Wall Street nebudete iba bezmyšlienkovito vstrebávať a budete investovať s trpezlivou dôverou, môžete vo svoj prospech stabilne využívať aj tie najhoršie

III Graham-Newman Corp. bol otvorený podielový fond (pozri kapitolu 9), ktorý Graham viedol v spolupráci s Jeromom Newmanom, skúseným investorom. Po väčšinu svojej histórie bol fond pre nových investorov uzavretý. Touto cestou ďakujem Walterovi Schlossovi za poskytnutie údajov potrebných na odhad výnosov fondu Graham-Newman. Priemerný ročný výnos 20 %, ktorý Graham uvádza v časti Prílohy (str. 457), podľa všetkého nezohľadňuje poplatky za správu.

medvedie trhy. Ak si osvojíte disciplínu a odvahu, váš finančný osud nebudú riadiť výkyvy nálad iných ľudí. V konečnom dôsledku je to, ako sa správajú vaše investície, oveľa menej dôležité než to, ako sa správate vy sami.

Cieľom tohto revidovaného vydania knihy *Inteligentný investor* je aplikovať Grahamove myšlienky na súčasné trhové podmienky, hoci vlastný text knihy zostáva nezmenený (s výnimkou poznámok pod čiarou na objasnenie).^{IV} Za každou Grahamovou kapitolou nájdete komentár. Do tohto čitateľského sprievodcu som pridal aktuálne príklady, vďaka ktorým môžeme pozorovať, aké relevantné – a oslobodzujúce – sú Grahamove princípy aj dnes.

Závidím vám to vzrušenie a osvietenie, ktoré zažijete pri prvom – alebo možno aj treťom či štvrtom – čítaní Grahamovho majstrovského diela. Ako každá klasika, aj ono mení náš doterajší pohľad na svet a seba samých tým, že nás vzdeláva. Čím častejšie budete knihu brať do rúk, tým bude lepšia. S Grahamom ako sprievodcom máte istotu, že sa stanete oveľa inteligentnejším investorom.

IV Vlastný text je štvrtým revidovaným vydaním, ktoré Graham aktualizoval v rokoch 1971-1972 a pôvodne vyšlo v roku 1973.

ÚVOD

Čo si táto kniha kladie za cieľ?

Účelom tejto knihy je vhodnou formou poskytnúť laikom návod pri výbere a realizácii investičnej politiky. O technike analýzy cenných papierov sa tu bude hovoriť pomerne málo; pozornosť budeme venovať najmä investičným zásadám a prístupom investorov. Uvádzame však niekoľko stručných porovnaní konkrétnych cenných papierov – predovšetkým vo dvojiciach, ktoré sa objavujú vedľa seba v zozname newyorskej burzy – s cieľom konkrétne objasniť dôležité prvky súvisiace s výberom konkrétnych kmeňových akcií.

Veľa priestoru však budeme venovať historickým zákonitostiam finančných trhov, v niektorých prípadoch sa dokonca vrátíme v dejinách späť o celé desaťročia. Na rozumné investovanie do cenných papierov by mal byť človek vopred vyzbrojený dostatočnými znalosťami o skutočnom správaní jednotlivých druhov dlhopisov a akcií za rôznych podmienok – s niektorými z nich sa investor pravdepodobne opäť stretne vo svojej vlastnej praxi. Žiadny výrok nie je pravdivejší a lepšie aplikovateľný na Wall Street ako slávne Santayanovo varovanie: „Tí, ktorí si nepamätajú minulosť, sú odsúdení ju zopakovať.“

Náš text je určený investorom, ktorých dôsledne odlišujeme od špekulantov, a našou prvou úlohou bude objasniť a zdôrazniť tento dnes už takmer zabudnutý rozdiel. Hneď na začiatku môžeme povedať, že toto nie je kniha „ako si zarobiť prvý milión“. Na Wall Street ani nikde inde neexistujú isté a jednoduché cesty k bohatstvu. Možno by bolo dobré podporiť toto tvrdenie trochu finančnej histórie – najmä preto, že z nej plynie nejedno poučenie. V roku 1929, keď boli trhy na vrchole, napísal John J. Raskob, jedna z najvýznamnejších osobností Spojených štátov i Wall Street, článok pre časopis *Ladies' Home Journal* s názvom „Každý môže byť bohatý“, kde ospevoval blahobyt, ktorý prinášal kapitalizmus.¹ Tvrdil v ňom, že ak pravidelne každý mesiac investujeme čo i len 15 dolárov do kvalitných kmeňových akcií – za opätovnej investície dividend –, za dvadsať rokov môžeme dosiahnuť hodnotu majetku vo výške 80 000 dolárov pri celkových vkladoch len 3 600 dolárov. Ak mal magnát General Motors pravdu, bola to skutočne jednoduchá cesta k bohatstvu. Do akej miery mal

¹ John Raskob (1879 – 1950) bol riaditeľom gigantickej chemickej spoločnosti Du Pont a predsedom finančného výboru spoločnosti General Motors. Pôsobil aj ako národný predseda Demokratickej strany a stál aj za výstavbou budovy Empire State. Výpočty profesora financií Jeremého Siegela potvrdzujú, že Raskobova stratégia by po 20 rokoch vygenerovala majetok vo výške necelých 9 000 dolárov, hoci inflácia by z tohto prírastku veľkú časť zhltila. Najlepší nedávny pohľad na Raskobove názory na dlhodobé investovanie do akcií nájdete v eseji finančného poradcu Williama Bernsteina na stránke www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

však pravdu? Náš hrubý výpočet, pri ktorom predpokladáme investovanie do 30 akcií tvoriacich index Dow Jones Industrial (DJI), ukazuje, že ak by sme sa Raskobovým návodom riadili v rokoch 1929 – 1948, hodnota investorovho majetku na začiatku roka 1949 by bola približne 8 500 USD. To je ďaleko od 80 000 dolárov, ktoré nám tento veľikán sľuboval, a ukazuje to, ako málo sa možno spoliehať na takéto optimistické predpovede a ubezpečenia. Na okraj však treba poznamenať, že skutočne realizovaný výnos z uplatňovania tejto stratégie po dobu 20 rokov by bol viac ako 8 % (pri ročnom zloženom úročení), a to napriek tomu, že investor by začal nakupovať v čase, keď index DJI dosahoval hodnotu 300 bodov, a portfólio si nechal oceniť na základe hodnoty indexu DJI z roku 1948, čiže 177 bodov. Tento výsledok možno považovať za presvedčivý argument v prospech zásady pravidelných mesačných nákupov silných kmeňových akcií v dobrých aj zlých časoch – stratégie známej ako *dollar-cost averaging* (dosl. „priemerovanie dolárových nákladov“).

Keďže naša kniha nie je určená špekulantom, nie je pre tých, ktorí obchodujú na trhu. Väčšina týchto ľudí sa riadi grafmi alebo inými prevažne mechanickými nástrojmi určovania správneho momentu na nákup a predaj. Jediná zásada, ktorá platí takmer pre všetky tieto takzvané „technické prístupy“, je, že človek by mal nakupovať, pretože akcie alebo trh vzrástli, a mal by predávať, pretože klesli. Je to presný opak zdravého obchodného rozumu, ktorým sa riadime všade inde, a je veľmi nepravdepodobné, že by to mohlo viesť k trvalému úspechu na Wall Street. Z našich vlastných skúseností a pozorovaní na burze, ktoré trvajú už viac ako 50 rokov, nepoznáme jediného človeka, ktorý by takto „sledoval trh“ a trvalo na ňom zarobil. Dovoľme si vyhlásiť, že tento prístup je taký mylný, aký je populárny. Toto vyhlásenie podložíme – aj keď to, samozrejme, nemožno považovať za dôkaz –, neskoršou krátkou diskusiou o slávnej Dowovej teórii obchodovania na burze.^{II}

Od prvého vydania v roku 1949 vychádzali revízie knihy *Inteligentný investor* približne v päťročných intervaloch. Pri aktualizácii súčasnej verzie sa budeme musieť zaoberať pomerne veľkým počtom udalostí a zmien, ktoré nastali od predstavenia posledného vydania v roku 1965. Medzi ne patria:

1. Bezprecedentný nárast úrokovej sadzby dlhopisov s vysokým ratingom.
2. Zhruba tridsaťpäťpercentný pokles cenovej úrovne najvýznamnejších kmeňových akcií, ktorý sa skončil v máji 1970. Išlo o najväčší percentuálny pokles za posledných približne 30 rokov. (Pri množstve emisií nižšej kvality bol pokles oveľa väčší).
3. Pretrvávajúca inflácia veľkoobchodných a spotrebiteľských cien, ktorá nabrala na intenzite aj napriek ekonomickej stagnácii v roku 1970.
4. Rýchly rozvoj konglomerátnych spoločností, koncesných (franšízových) prevádzok a ďalších relatívnych novinek v oblasti obchodu a financií. (Patrí k nim množstvo riskantných prostriedkov, ako sú neregistrované akcie,^{III} rozšírenie

II Grahamova „krátka diskusia“ sa skladá z dvoch častí, na s. 39 a s. 171 – 172. Podrobnejšie informácie o Dowovej teórii nájdete na <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.

III Poznámky číslované arabskými číslicami sa vzťahujú na vysvetlivky k jednotlivým kapitolám, uvedené v záverečnej časti knihy.

- opčných akciových listov, zavádzajúce názvy investičných nástrojov, využívanie zahraničných bánk a iné).^{IV}
5. Bankrot najväčších železníc, nadmerné krátkodobé a dlhodobé zadlženie mnohých predtým silných a etablovaných spoločností a dokonca aj znepokojujúci problém solventnosti maklérskeho firiem na Wall Street.^V
 6. Nástup „výkonnostnej“ módy v riadení investičných fondov vrátane niektorých zvereňovaných fondov v správe bánk, ktorá viedla k znepokojivým výsledkom.

Tieto javy budeme pozorne sledovať, pričom niektoré z nich si vyžadujú zmeny v záveroch a miestach, na ktoré sme v predchádzajúcom vydaní kládli dôraz. Základné zásady správneho investovania by sa nemali meniť v desaťročia na desaťročie, ich uplatňovanie sa však musí prispôbiť významným zmenám vo finančných mechanizmoch a atmosfére na trhoch.

Posledné uvedené tvrdenie prešlo zaťažkávacou skúškou už pri príprave tohto vydania, ktorého prvý koncept sme pripravili v januári 1971. V tom čase sa index DJI výrazne zotavoval z minima 632 z roku 1970 a smeroval k maximu 951 v roku 1971, čo sprevádzal všeobecný optimizmus. V novembri 1971, keď sme dokončili posledný koncept vydania, začal index opäť klesať a padol až na úroveň 797, čo na trhu opäť vyvolalo obavy o budúcnosť indexu. Týmto výkyvom sme však nedovolili ovplyvniť všeobecný postoj k rozumnej investičnej politike, ktorý sa od prvého vydania tejto knihy v roku 1949 v podstate nezmenil.

Miera prepadu trhu v rokoch 1969 – 1970 pomohla rozptýliť ilúziu, ktorá sa v posledných dvoch desaťročiach upevňovala. Táto ilúzia spočívala v predstave, že popredné kmeňové akcie možno kúpiť kedykoľvek a za akúkoľvek cenu s istotou nielen konečného zisku, ale aj toho, že akákoľvek medzitým vzniknutá strata sa čoskoro vykompenzuje, keď trh opäť dosiahne vyššiu úroveň.

To znelo pridobre na to, aby to bola pravda. Nakoniec sa akciový trh „vrátil do normálu“ v tom zmysle, že špekulanti aj akcioví investori musia byť opäť pripravení zažiť výrazné a možno aj dlhotrvajúce poklesy či nárasty hodnoty akciových podielov.

Medzi akciami nižšej kvality – najmä akciami druhej a tretej triedy, spôsobil vtedajší prepád katastrofu, a to najmä v prípade spoločností, ktoré len krátko predtým vstúpili na akciový trh. To samo o sebe nebolo nič nové – v podobnom rozsahu k tomu došlo už v rokoch 1961 až 1962. Teraz sa však objavil nový prvok: niektoré investičné fondy mali totiž veľké záväzky vo vysoko špekulatívnych a zjavne nadhodnotených emisiách tohto typu. Je zjavné, že nielen nováčikom na trhu sa zide upozornenie, že

IV Podielové fondy nakúpili tzv. neregistrované akcie (angl. letter stock) v súkromných transakciách a potom ich okamžite preцениli a ponúkali za vyššiu verejnú cenu (pozri Grahamovu definíciu na s. 501). To umožnilo týmto „fantastickým“ fondom vykazovať v polovici 60. rokov neudržateľne vysoké výnosy. Americká komisia pre cenné papiere a burzy toto zneužívanie v roku 1969 potlačila a dnes už po nej investori do fondu nevykazujú dopyt. Opčné listy na akcie vysvetľuje Graham v kapitole 16.

V Spoločnosť Penn Central Transportation Co., v tom čase najväčšia železničná spoločnosť v Spojených štátoch, požiadala 21. júna 1970 o ochranu pred bankrotom, čo šokovalo investorov. Tí vôbec neočakávali, že by taká obrovská spoločnosť mohla skrachovať (pozri s. 363). Medzi spoločnosťami s „nadmerným“ dlhom, ktoré mal Graham na mysli, boli aj spoločnosti Ling-Temco-Vought a National General Corp (pozri s. 365 a 396). „Problém platobnej neschopnosti“ na Wall Street sa objavil v rokoch 1968 až 1971, keď náhle skrachovalo niekoľko prestížnych maklérskeho firiem.

kým v iných sférach života môže nadšenie viesť k veľkému úspechu, na Wall Street takmer vždy vedie ku katastrofe.

Hlavná otázka, ktorou sa budeme musieť zaoberať, vyplýva z obrovského nárastu miery úročenia tých najkvalitnejších dlhopisov. Od konca roku 1967 mohol investor získať z týchto dlhopisov viac ako dvojnásobný príjem v porovnaní s dividendami z reprezentatívnych kmeňových akcií. Začiatkom roka 1972 dosahoval výnos z najkvalitnejších dlhopisov hodnotu 7,19 % v porovnaní s výnosom 2,76 % z priemyselných akcií. (Pre porovnanie, na konci roka 1964 to bolo 4,40 %, resp. 2,92 %.) Len ťažko sa dá pochopiť, že pri písaní prvého vydania tejto knihy v roku 1949 to celé vychádzalo presne naopak: dlhopisy prinášali výnos len 2,66 % a akcie 6,82 %.² V predchádzajúcich vydaniach sme dôsledne vyzývali, aby aspoň 25 % portfólia konzervatívneho investora tvorili kmeňové akcie, a vo všeobecnosti sme uprednostňovali rozdelenie medzi tieto dva investičné nástroje v pomere 50:50. Teraz musíme zvážiť, či by súčasná veľká výhoda výnosov dlhopisov oproti výnosom akcií ospravedlnila politiku výlučného investovania do dlhopisov, kým sa v súlade s našimi očakávaniami pomer skôr či neskôr opäť neobrátí. Prirodzene, otázka pokračujúcej inflácie bude mať pri našom rozhodovaní veľký význam. Tejto diskusii venujeme samostatnú kapitolu.^{VI}

V minulosti sme rozlišovali medzi dvoma typmi investorov, ktorým bola táto kniha určená – „defenzívnymi“ a „podnikavými“. Defenzívny (alebo pasívny) investor kladie hlavný dôraz na to, aby sa vyhol vážnym chybám alebo stratám. Jeho druhým cieľom bude zaistiť si minimum starostí, nepríjemností a vyhnúť sa častému rozhodovaniu. Určujúcou črtou podnikavého (alebo aktívneho, respektíve agresívneho) investora je jeho ochota venovať čas a pozornosť výberu cenných papierov, ktoré sú zdravé a zároveň atraktívnejšie ako priemer. Takýto podnikavý investor by mohol počas mnohých desaťročí očakávať za svoju mimoriadnu zručnosť a úsilie hodnotnú odmenu v podobe lepšieho priemerného výnosu v porovnaní s pasívnym investorom. Máme určité pochybnosti o tom, či aktívny investor za dnešných podmienok vďaka svojmu úsiliu môže dosiahnuť naozaj podstatne lepšie výsledky. Nasledujúce roky však môžu byť iné. Budeme preto naďalej venovať pozornosť možnostiam podnikavého investovania, aké existovali v predchádzajúcich obdobiach a aké sa môžu opäť objaviť.

Už dlho prevláda názor, že umenie úspešného investovania spočíva v prvom rade vo výbere odvetví, ktoré budú v budúcnosti s najväčšou pravdepodobnosťou rásť, a následne v identifikácii spoločností v týchto odvetviach s najväčším potenciálom rozvoja. Inteligentní investori – alebo ich inteligentní poradcovia –, napríklad už dávno vnímajú veľký potenciál rastu počítačového priemyslu ako celku, a najmä spoločnosti International Business Machines (IBM). Podobne je to aj v prípade mnohých ďalších rastúcich odvetví a spoločností. Nie je to však také jednoduché, ako to vždy pri

VI Pozri kapitolu 2. Začiatkom roka 2003 bol výnos amerických štátnych dlhopisov so splatnosťou 10 rokov 3,8 %, zatiaľ čo výnos akcií (meraný indexom Dow Jones Industrial) bol 1,9 %. (Všimnite si, že tento pomer sa až tak neliší od údajov z roku 1964, ktoré uvádza Graham). Výnosy z prvotriednych dlhopisov od roku 1981 postupne klesali.

spätanom pohľade vyzerá. Aby sme si to hneď na začiatku uvedomili, uvádzame odsek z prvého vydania tejto knihy z roku 1949:

Takýto investor môže byť napríklad kupcom akcií leteckej dopravy, pretože verí, že ich budúcnosť je ešte žiarivejšia ako trend, ktorý už trh odráža. Pre túto triedu investorov bude hodnota našej knihy spočívať skôr vo varovaní pred nástrahami, ktoré na nich číhajú v tomto oblúbenom investičnom prístupe, než v nejakej pozitívnej technike, ktorá im pomôže na investičnej ceste.^{VII}

Práve v spomínanom odvetví sa tieto nástrahy ukázali ako obzvlášť nebezpečné. Samozrejme, bolo ľahké predpovedať, že objem leteckej dopravy bude rokmi prudko rásť. Kvôli tomuto faktoru sa akcie spoločností v leteckom priemysle stali oblúbenou voľbou investičných fondov. Napriek rastu tržieb – dokonca rýchlejším tempom ako v počítačovom priemysle –, sa kombinácia technologických problémov a nadmerného rozširovania kapacít postarala o kolísavé a miestami až katastrofálne zisky. V roku 1970, napriek rekordnému zvýšeniu množstva prepravných výkonov, vyniesli letecké spoločnosti svojim akcionárom stratu vo výške približne 200 miliónov dolárov. (Straty vykázali aj v rokoch 1945 a 1961). V rokoch 1969 a 1970 akcie týchto spoločností opäť zaznamenali väčší pokles ako celkový trh. Záznamy ukazujú, že aj tí najlepšie platení odborníci na podielové fondy sa v otázke pomerne krátkodobej budúcnosti významného a relatívne čitateľného odvetvia celkom pomýlili.

Na druhej strane, hoci investičné fondy mali v IBM značné investície a značné zisky, zjavne vysoká cena a nemožnosť spoľahnúť sa na doterajšie tempo rastu im bránila mať v tomto subjekte s vynikajúcou výkonnosťou viac ako povedzme 3 percentá prostriedkov. Vplyv tejto vynikajúcej voľby na ich celkové výsledky preto nebol v žiadnom prípade rozhodujúci. Okrem toho sa zdá, že mnohé investície (ak nie väčšina) do iných spoločností počítačového priemyslu podobných IBM boli stratové. Z týchto dvoch všeobecných príkladov vyvodzujeme pre našich čitateľov dve ponaučenia:

1. Zjavné vyhliadky na objemový rast podniku sa nutne nepremietajú do zjavných ziskov pre investorov.
2. Ani odborníci nemajú spoľahlivý spôsob, ako vybrať a sústrediť sa na najslubnejšie spoločnosti v najslubnejších odvetviach.

Autor sa týmto prístupom počas svojej finančnej kariéry ako manažér fondu neriadil, a preto nemôže ponúknuť konkrétne rady ani povzbudenie tým, ktorí by to chceli skúsiť.

Čo teda chceme dosiahnuť v tejto knihe? Naším hlavným cieľom bude usmerniť čitateľa v oblastiach, v ktorých môže dôjsť k zásadným chybám, a pomôcť mu vytvoriť investičnú politiku, s ktorou bude spokojný. O psychológii investorov si povieme

VII „Akcie leteckých spoločností“ vyvolali koncom 40. a začiatkom 50. rokov minulého storočia rovnaké vzrušenie ako internetové akcie o polstoročie neskôr. Medzi najvyhladávannejšie podielové fondy tej doby patrili fondy Aeronautical Securities a Missiles-Rocket-Jets & Automation Fund. Tieto fondy, rovnako ako akcie v ich majetku, boli skazou množstva investovaných prostriedkov. Dnes je všeobecne známe, že kumulatívne zisky leteckého priemyslu boli v celých jeho dejinách záporné. Poučenie, ku ktorému Graham smeruje, však nespočíva v tom, že by ste sa mali vyhýbať nákupu akcií leteckých spoločností, ale v tom, že by ste nikdy nemali podľahnúť „istote“ žiarivej budúcnosti toho-ktorého odvetvia.

pomerne dosť. Hlavným problémom investora – a dokonca jeho najväčším nepriateľom –, je totiž pravdepodobne on sám. („Chyba, milý investor, nie je v našich hviezdach a akciách, ale v nás samých.“). Tento výrok sa v posledných desaťročiach ukázal ako pravdivý, pretože pre konzervatívnych investorov sa stalo nadobúdanie kmeňových akcií čoraz väčšou nevyhnutnosťou, a tak sa dobrovoľne vystavujú vzrušeniu a pokušeniam akciového trhu. Dúfame, že prostredníctvom argumentov, príkladov a napomenutí pomôžeme našim čitateľom vytvoriť si správny mentálny a emocionálny postoj k vlastným investičným rozhodnutiam. Videli sme, že oveľa viac peňazí zarobili a udržali „obyčajní ľudia“ s povahovými črtami vhodnejšími pre investovanie než tí, ktorí tieto črty nemali, hoci mali dobrý teoretický základ v oblasti financií, účtovníctva a burzových znalostí.

Okrem toho dúfame, že čitateľovi vštepíme tendenciu merať alebo kvantifikovať. Pri 99 akciách zo 100 by sme mohli povedať, že pri určitej cene sú dostatočne lacné na to, aby sme ich kúpili, a pri inej cene by boli také drahé, že by sa mali prediť. Zvyk vzťahovať to, čo sa platí, na to, čo sa ponúka, je neoceniteľnou vlastnosťou pri investovaní. V jednom článku v ženskom časopise pred mnohými rokmi sme čitateľkám radili, aby si akcie kupovali tak, ako si kupujú potraviny, a nie ako si kupujú parfumy. Skutočne hrozné straty posledných rokov (a v mnohých podobných prípadoch aj predtým) sa realizovali pri tých akciových tituloch, pri ktorých sa kupujúci akosi zabudol spýtať: „Koľko?“

V júni 1970 sa na otázku „Koľko?“ dalo odpovedať magickým číslom 9,40 % – potenciálnym výnosom z nových emisií prvotriednych dlhopisov verejného sektora. Ten však aktuálne klesol na približne 7,3 %. Aj tento výnos nás však privádza k otázke: „Prečo odpovedať inak?“ Existujú však aj iné možné odpovede, ktoré treba dôkladne zvážiť. Okrem toho opakujeme, že aj my, aj naši čitatelia musíme byť vopred pripravení na úplne nové podmienky, povedzme v rokoch 1973 – 1977.

Podrobne teda predstavíme praktickú stratégiu investovania do kmeňových akcií, ktorej časť je vhodná pre obe skupiny investorov a iná časť je zasa určená najmä pre skupinu podnikavých investorov. Aj keď sa to môže zdať zvláštne, ako jedno z našich hlavných odporúčaní navrhujeme, aby sa naši čitatelia obmedzili na emisie, ktorých predaj nie je vysoko nad hodnotou ich hmotného majetku.^{VIII} Dôvod tejto zdanlivo zastaranej rady je praktický aj psychologický. Skúsenosti nás naučili, že hoci existuje mnoho dobrých rastúcich spoločností s niekoľkonásobnou hodnotou čistých aktív, investície do takýchto akcií budú príliš závisieť od výkyvov a kolísania akciového trhu. Oproti tomu bude investíciu do akcií napríklad verejnosprospešných podnikov za cenu zodpovedajúcu hodnote ich čistých aktív možno vždy považovať za podiel v zdravých a rozvíjajúcich sa podnikoch, navyše získaný za racionálnu cenu – bez ohľadu na to, čo o danej investícii práve hovorí akciový trh. Výsledok takejto konzervatívnej

VIII Medzi hmotné aktíva patrí fyzický majetok spoločnosti, ako sú nehnuteľnosti, továrne, zariadenia a zásoby, ale aj finančné zostatky, ako sú hotovosť, krátkodobé investície a pohľadávky. Do hmotných aktív nepatria značky, autorské práva, patenty, franšizy, goodwill a ochranné známky. Návod na výpočet hodnoty hmotného majetku nájdete v poznámke pod čiarou XI na s. 176.

politiky bude napokon pravdepodobne lepší ako vzrušujúce dobrodružstvá v očarujúcich a nebezpečných oblastiach očakávaného rastu.

Umenie investovania má jednu vlastnosť, ktorá nie je všeobecne oceňovaná. Úctyhodný, aj keď nie veľkolepý výsledok môže laický investor dosiahnuť s minimálnym úsilím a schopnosťami. Zlepšenie tohto ľahko dosiahnuteľného štandardu si však vyžaduje veľa úsilia a nemalú múdrosť. Ak sa pokúsite vnieť do svojho investičného programu *len o trochu viac* dodatočných poznatkov a umu, môže sa stať, že sa namiesto nepatrného zlepšenia výnosov napokon ocitnete v horšej situácii.

Keďže každý, kto si len kúpi a drží reprezentatívny zoznam, môže vyrovnáť výkonnosť trhových priemerov, zdalo by sa, že je pomerne jednoduché „prekonať priemer“. V skutočnosti je však podiel inteligentných ľudí, ktorí sa o to pokúsia a neuspeli, prekvapivo veľký. Dokonca ani väčšina investičných fondov, disponujúcich množstvom skúsených pracovníkov, nedosahovala v priebehu rokov také dobré výsledky ako trh vo všeobecnosti. S tým súvisia aj predikcie vývoja akciového trhu zverejňované makléřskymi domami, keďže existujú presvedčivé dôkazy o tom, že ich výpočty boli napokon dokonca o niečo menej spoľahlivé ako obyčajný hod mincou.

Pri písaní tejto knihy sme sa snažili mať toto základné úskalie investícií neustále na pamäti. Zdôraznili sme výhody jednoduchšej portfóliovej politiky – nákup kvalitných dlhopisov a diverzifikovaný zoznam najvýznamnejších kmeňových akcií –, ktorú môže s malou odbornou pomocou realizovať každý investor. Dobrodružstvo mimo tohto bezpečného a zdravého územia bolo prezentované ako úsilie plné náročných problémov, najmä v oblasti temperamentu. Predtým, ako sa investor pustí do takéhoto rizika, mal by si byť istý sám sebou a svojimi poradcami – najmä pokiaľ ide o to, či majú jasno v rozdieloch medzi investíciou a špekuláciou a medzi trhovou cenou a základnou hodnotou kupovanej akcie.

Cielavedomý prístup k investíciám, ktorý je úzko spätý s princípom bezpečnostnej rezervy, môže priniesť bohaté výnosy. Rozhodnutie pokúsiť sa o tieto výnosy namiesto čakania na nižšie, hoci omnoho istejšie výnosy defenzívnych investícií, by však človek nemal prijímať bez hlbokej vnútornej analýzy.

Na záver malá retrospektívna úvaha: keď mladý autor v júni 1914 vstúpil na Wall Street, nikto nevedel, čo ho čaká v nasledujúcom polstoročí. Burza ani len netušila, že o dva mesiace vypukne svetová vojna a newyorská burza sa zavrie. Teraz, v roku 1972, sme najbohatšou a najmocnejšou krajinou na svete. Sužujú nás však rôzne závažné problémy a budúcnosť sa viac obávame, než by sme si ňou boli istí. Ak sa však obmedzíme na americké investičné skúsenosti, môžeme si z posledných 57 rokov odnieť istú útechu. Napriek všetkým výkyvom a stratám, ktoré boli také otrasné, aké boli nepredvídateľné, je aj naďalej pravdou, že zdravé investičné princípy prinášajú všeobecne dobré výsledky. Musíme vychádzať z predpokladu, že to tak bude aj naďalej.

Poznámka pre čitateľa: Táto kniha sa nezaobrá *celkovou* finančnou politikou sporeteľov a investorov; zaoberá sa len tou časťou ich finančných prostriedkov, ktorú sú pripravení umiestniť do verejne obchodovateľných (likvidných) cenných papierov, čiže do dlhopisov a akcií.

Preto sa nezaobráame takými dôležitými nástrojmi, akými sú sporiace a termínované vklady, účty sporiteľní a úverových združení, životné poistenie, renty a hypotéky na nehnuteľnosti alebo vlastníctva zdrojov krytia. Čitateľ by mal mať na pamäti, že ak v texte nájde slovo „teraz“ alebo obdobný pojem, vzťahuje sa na koniec roka 1971 alebo začiatok roka 1972.

KOMENTÁR K ÚVODU

Ak ste si postavili vzdušné zámky, nemusíte prísť o všetko svoje snaženie. Teraz len pod ne položte základy.

– Henry David Thoreau, Walden

Všimnite si, že Graham hneď na začiatku oznamuje, že táto kniha vám nepovie, ako poraziť trh. Žiadna dôveryhodná kniha to totiž nedokáže.

Namiesto toho vám táto kniha dá tri dôležité lekcie:

- ako minimalizovať pravdepodobnosť, že utrpíte nezvratné straty;
- ako maximalizovať šance na dosiahnutie udržateľných výsledkov;
- ako ovládať protiinvestičné správanie, pre ktoré väčšina investorov nedosahuje plný potenciál.

V období rozmachu na akciovom trhu koncom deväťdesiatych rokov, keď sa hodnota technologických akcií denne zdvojnásobovala, sa predstava straty takmer všetkých prostriedkov zdala absurdná. Do konca roka 2002 však mnohé akcie tzv. dotcomových a telekomunikačných spoločností stratili (aj viac ako) 95 % hodnoty. Keď stratíte 95 % vlastných peňazí, musíte získať 1 900 % zostávajúcej sumy, len aby ste sa dostali tam, kde ste začínali.^I Hlúpe riziko vás môže dostať tak hlboko do mínusu, že je prakticky nemožné dostať sa z neho. Preto Graham neustále zdôrazňuje dôležitosť vyhýbania sa stratám – a to nielen v kapitolách 6, 14 a 20 –, varovaniami je popretkávaný celý text.

Bez ohľadu na mieru opatrnosti však cena vašich investícií v čase na čas klesne. Hoci toto riziko nikto nedokáže odstrániť, Graham vám ukáže, ako ho zvládnuť – a ako dostať svoje obavy pod kontrolu.

Ste inteligentný investor?

Odpovedzme si teraz na mimoriadne dôležitú otázku. Čo presne Graham myslí pod pojmom „inteligentný“ investor? Graham tento pojem definuje už v prvom vydaní tejto knihy, pričom jasne uvádza, že tento druh inteligencie nemá nič spoločné s IQ alebo výsledkami štandardizovaných testov. Znamená to jednoducho byť trpezlivý, disciplinovaný a ochotný učiť sa; musíte tiež vedieť ovládať svoje emócie a premýšľať sami za seba. Graham vysvetľuje, že tento druh inteligencie „je skôr vlastnosťou charakteru ako mozgu“.^{II}

I Aby ste si vytvorili lepšiu predstavu, skúste pouvažovať nad pravdepodobnosťou toho, že sa vám podarí kúpiť akciu za 30 USD, ktorú následne budete môcť predať za 600 USD.

II Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), s. 4.

Existuje dôkaz, že vysoké IQ a vyššie vzdelanie nestačí na to, aby bol investor inteligentný. Hedžový fond Long-Term Capital Management L.P., za ktorého kormidlom stál praporek matematikov a informatikov spolu s dvoma nositeľmi Nobelovej ceny za ekonómiu, v priebehu niekoľkých týždňov v roku 1998 stratil 2 miliardy dolárov na základe obrovskej stávky, že trh s dlhopismi sa vráti do „normálu“. Trh s dlhopismi sa však stával čoraz nenormálnejším a LTCM si požičala toľko peňazí, že jej krach takmer rozvrátil globálny finančný systém.^{III}

Na jar roku 1720 vlastnil sir Isaac Newton akcie spoločnosti South Sea Company, ktorá bola najžiadanejšou akciou v Anglicku. Tento veľký fyzik vycítil, že trh sa vymyká spod kontroly, a zamrmlal si, že „dokáže vypočítať pohyby nebeských telies, ale nie šialenstvo ľudí“. Newton sa akcií spoločnosti South Sea Company zbavil so sto-percentným ziskom v celkovej výške 7 000 libier. O niekoľko mesiacov neskôr však Newton podľahol divokému nadšeniu na trhu a akcie opäť kúpil za oveľa vyššiu cenu. Stratil pritom 20 000 libier (v prepočte na dnešné peniaze to bolo viac ako 3 milióny dolárov). Po zvyšok života nestrpel, ak ľudia v jeho prítomnosti spomínali Južné more, po ktorom bola spoločnosť pomenovaná.^{IV}

Sir Isaac Newton bol v súlade s bežnou definíciou inteligencie jedným z najinteligentnejších ľudí vôbec. V Grahamovom ponímaní však Newton ani zďaleka nebol inteligentným investorom. Keď sa svetový vedecký veličan nechal strhnúť davmi, správal sa skrátka hlúpo.

Ak ste teda doteraz pri investovaní neuspeli, nie je to preto, že by ste boli hlúpi. Iba ste, podobne ako sir Isaac Newton, neboli dostatočne emocionálne disciplinovaní, čo je však nevyhnutnou podmienkou úspešného investovania. V ôsmej kapitole Graham opisuje, ako zlepšiť svoju investičnú inteligenciu prácou s vlastnými emóciami a odolávaním trhovej iracionalite. Pri jej čítaní sa naučíte, že byť inteligentným investorom je skôr záležitosťou „charakteru“ než „mozgu“.

Kronika katastrof

Teraz si urobme stručný prehľad významných finančných udalostí posledných rokov:

- Najhorší krach trhu od Veľkej hospodárskej krízy, keď americké akcie stratili 50,2 % svojej hodnoty, čiže 7,4 bilióna dolárov, medzi marcom 2000 a októbrom 2002.
- Ešte hlbšie poklesy cien akcií najúspešnejších spoločností 90. rokov vrátane takých ako AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent a Qualcomm – spolu s úplnou stratou hodnoty stoviek internetových akcií.
- Obvinenia z rozsiahlych finančných podvodov v najväčších a najuznávanejších amerických spoločnostiach ako napríklad Enron, Tyco a Xerox.
- Bankrotý kedysi slávnych spoločností ako Conseco, Global Crossing a WorldCom.

III Takzvaný „hedžový fond“ je fond, ktorý obvyčajne nepodlieha vládnym reguláciám a využívajú ho najmä bohatí klienti na agresívne investície. Pribeh LTCM skvele prerozprával Roger Lowenstein v knihe *When Genius Failed* (Keď zlyhala genialita, Random House, 2000).

IV John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, Londýn, 1960), s. 131, 199. Pozri tiež www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

- Obvinenia, že účtovné firmy falšovali a dokonca ničili účtovné záznamy, aby pomohli svojim klientom v zavádzaní investorskej verejnosti.
- Obvinenia, že vrcholoví manažéri popredných spoločností z nich vytunelovali stovky miliónov dolárov pre osobný prospech.
- Dôkazy, že bezpečnostní analytici na Wall Street verejne chválili niektoré akcie, no v súkromí priznali, že dané akcie sú úplne bezcenné.
- Akciový trh, ktorý sa aj po poklese vyrážajúcom dych podľa historických meraní javí nadhodnotený, čo podľa mnohých odborníkov predznamenáva ďalší pokles.
- Nekončiaci pokles úrokových sadzieb, pre ktorý investori nemajú žiadnu atraktívnu alternatívu k akciám.
- Investičné prostredie plné nepredvídateľnej hrozby globálneho terorizmu a vojny na Blízkom východe.

Veľkej časti týchto škôd sa mohli vyhnúť (a vyhli!) investori, ktorí si osvojili Grahamaove zásady a riadili sa nimi. Graham hovorí, že „kým v iných sférach života môže nadšenie viesť k veľkému úspechu, na Wall Street takmer vždy vedie ku katastrofe.“ Tým, že sa mnohí ľudia nechali uniesť – internetovými akciami, veľkými „rastovými“ akciami, akciami ako takými –, dopustili sa rovnako hlúpych chýb ako sir Isaac Newton. Dovolili úsudkom iných investorov vplývať na vlastné úsudky. Ignorovali Grahamaovo varovanie, že „skutočne hrozné straty“ sa objavujú vždy vtedy, keď „sa kupujúci akosi zabudol spýtať: „Koľko?““ Najbolestivejšie zo všetkého bolo, že títo ľudia stratili sebakontrolu práve vtedy, keď ju najviac potrebovali. Tým potvrdili Grahamaovo tvrdenie, že „hlavným problémom investora – a dokonca jeho najväčším nepriateľom –, je totiž pravdepodobne on sám.“

Istota, ktorá nebola istotou

Mnohí sa nechali uniesť najmä akciami v oblasti technológií a internetu a uverili rozruchu okolo špičkových technológií, podľa ktorého toto odvetvie bude v nasledujúcich rokoch, ak nie už navždy, prekonávať všetky ostatné:

V polovici roku 1999, po dosiahnutí 117,3 % výnosu len za prvých päť mesiacov roka, manažér portfólia fondu Monument Internet Fund Alexander Cheung predpovedal, že jeho fond získa 50 % ročne počas nasledujúcich troch až piatich rokov a ročný priemer 35 % „počas nasledujúcich 20 rokov.“^V

Po tom, čo jeho technologický fond Amerindo Technology Fund vzrástol v roku 1999 o neuveriteľných 248,9 %, sa manažér portfólia Alberto Vilar vysmieval každému, kto sa odvážil pochybovať o tom, že internet je finančné *perpetuum mobile*: „Ak

V Constance Loizos, „Q&A: Alex Cheung,“ Investment News, 17. mája 1999, s. 38. Najvyšší dvadsaťročný výnos v histórii podielových fondov bol 25,8 % ročne. Dosiahol ho legendárny Peter Lynch z Fidelity Magellan v období dvadsiatich rokov, ktoré sa skončilo dňa 31. decembra 1994. Lynchov výkonný fond za 20 rokov premenil 10 000 USD na viac ako 982 000 USD. Cheung predpovedal, že jeho fond za rovnaký čas premení 10 000 USD na viac ako 4 milióny USD. Namiesto toho, aby investori považovali Cheunga za absurdne optimistického, naliali do neho peniaze a v priebehu nasledujúceho roka do jeho fondu vložili viac ako 100 miliónov dolárov. Investícia 10 000 USD do fondu Monument Internet Fund v máji 1999 by sa do konca roka 2002 zmenšila na približne 2 000 USD. Fond Monument už vo svojej pôvodnej podobe neexistuje a v súčasnosti je známy ako Orbitex Emerging Technology Fund.

ste mimo tohto sektora, budete mať slabšie výsledky. Vy cestujete koňmo a v koči, zatiaľ čo ja uháňam v Porsche. Nepozdáva sa vám príležitosť desaťnásobného rastu? Nájdite si teda niekoho iného.“^{VI}

Vo februári 2000 manažér hedžového fondu James J. Cramer vyhlásil, že spoločnosti pohybujúce sa v internetovom priemysle „sú jediné, ktoré sa teraz oplatí vlastniť“. Títo „víťazi nového sveta“, ako ich nazval, „sú jediní, ktorí neustále rastú v dobrych aj zlých dňoch.“ Cramer si z Grahama dokonca vystrelil: „Zabudnite na všetky matice, vzorce a texty, ktoré existovali pred internetom. Keby sme používali niečo z toho, čo nás učia Graham a Dodd, nemali by sme v správe ani cent.“^{VII}

Všetci títo takzvaní odborníci ignorovali Grahamove triezve varovné slová: „Zjavné vyhladky na objemový rast podniku sa nutne nepremietajú do zjavných ziskov pre investorov.“ Aj keď sa zdá ľahké predvídať, ktoré odvetvie bude rásť najrýchlejšie, táto predvídavosť nemá skutočnú hodnotu, ak aj väčšina zvyšných investorov očakáva to isté. V čase, keď sa všetci rozhodnú, že dané odvetvie je „zjavne“ to najlepšie, do ktorého treba investovať, ceny jeho akcií sa už vyšplhajú tak vysoko, že jeho budúce výnosy nemajú kam klesnúť.

Aspoň zatiaľ nikto nemá tú drzosť tvrdiť, že technológie budú stále najväčším rastovým odvetvím na svete. Pamätajte však na toto: Ľudia, ktorí teraz tvrdia, že ďalšou „istotou“ bude zdravotníctvo, energetika, nehnuteľnosti alebo zlato, môžu s pravdivosťou týchto tvrdení dopadnúť podobne, ako dopadli technologickí nadšenci.

Aspoň nejaká útecha

Ak sa v 90. rokoch minulého storočia zdalo, že žiadna cena nie je pre akcie príliš vysoká, v roku 2003 sme sa dostali do bodu, v ktorom žiadna cena nie je pre akcie dostatočne nízka. Presne ako Graham predvídaval, kyvadlo sa opäť vychýlilo od iracionálneho nadšenia k neodôvodnenému pesimizmu. V roku 2002 investori vybrali z akciových podielových fondov 27 miliárd dolárov. Prieskum, ktorý uskutočnila americká asociácia Securities Industry Association, ukázal, že desatina investorov znížila podiel akcií aspoň o štvrtinu. Tí istí ľudia, ktorí koncom deväťdesiatych rokov ochotne nakupovali akcie vtedy, keď ich cena stúpala (čiže nakupovali draho), tieto akcie predávali, keď ich cena klesala (a predávali lacno).

Ako Graham brilantne opisuje v ôsmej kapitole, treba to robiť presne naopak. Inteligentný investor si uvedomuje, že akcie sú rizikovejšie (nie bezpečnejšie), keď ich ceny rastú, a menej rizikové, keď ich ceny klesajú. Inteligentný investor sa obáva býčieho trhu, pretože sa na ňom predraňuje nákup akcií. To isté platí naopak: medveď

VI Lisa Reilly Cullen, „The Triple Digit Club“, Money, december 1999, s. 170. Ak by ste na konci roka 1999 investovali do Vilarovho fondu 10 000 dolárov, v roku 2002 by vám zostalo len 1 195 dolárov – čo je jeden z najhorších prípadov straty majetku v histórii podielových fondov.

VII Pozri www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Cramerove obľúbené akcie nešli „konzistentne nahor v dobrych aj zlých dňoch“. Do konca roka 2002 stihla skrachovať desatina akcií z jeho portfólia a investícia 10 000 dolárov rozložená rovnomerne na celé Cramerovo portfólio by stratila 94 %, takže by vám zostalo celkovo 597,44 dolára. Cramer možno chcel povedať, že jeho akcie budú „víťazné“ nie v „novom svete“, ale zrejme kdesi na onom svete.

trh vítajte, ak teda máte na nákup dostatok hotovosti, pretože vďaka nemu sa akcie opäť dostanú do výpredaja.^{VIII}

Zachovávajúte teda chladnú hlavu: koniec býčieho trhu nie je taká zlá správa, ako sa mnohí domnievajú. Vďaka poklesu cien akcií je teraz podstatne bezpečnejší a vhodnejší čas na budovanie bohatstva. Čítajte ďalej a Graham vám ukáže, ako na to.

VIII Jedinou výnimkou z tohto pravidla je investor, ktorý má tesne pred odchodom do dôchodku a nemusí dlhé obdobie medvedieho trhu vydržať. Ani starší investor by však nemal predávať akcie len preto, že ich cena klesla; takýto prístup nielenže mení jeho papierové straty na skutočné, ale pripravuje aj dedičov o možnosť zdediť tieto akcie s nižšou hodnotou, ktorá by sa použila na výpočet dane z dedičstva (tam, kde jej podliehajú, pozn. prekl.).

KAPITOLA 1

Investícia verzus špekulácia: Čo očakáva inteligentný investor?

Táto kapitola načrtne názory, ktoré si širšie rozoberieme vo zvyšku knihy. Hneď na začiatku chceme najmä objasniť predkladanú koncepciu vhodnej portfóliovej politiky pre individuálneho neprofesionálneho investora.

Investícia verzus špekulácia

Čo máme na mysli pod pojmom „investor“? V tejto knihe sa tento pojem bude používať v protiklade k pojmu „špekulant“. Už v roku 1934 sme sa v učebnici Analýza cených papierov¹ pokúsili o presnú formuláciu rozdielu medzi týmito dvoma pojmami, a to takto: „Investičná operácia je taká, ktorá po dôkladnej analýze prináša príslub bezpečnosti istiny a primeraného výnosu. Operácie, ktoré tieto požiadavky nespĺňajú, nazývame špekulatívnymi.“

Hoci sme sa tejto definície počas nasledujúcich 38 rokov vytrvalo držali, je potrebné si všimnúť radikálne zmeny v používaní pojmu „investor“, ku ktorým medzičasom došlo. Po veľkom poklese trhu medzi rokmi 1929 a 1932 sa *všetky* kmeňové akcie všeobecne považovali za špekulatívne. (Jedna z popredných autorít v tom čase kategoricky vyhlásila, že na investovanie možno nakupovať iba dlhopisy.²) V tom čase sme túto definíciu preto museli brániť pred tvrdeniami, že pojem „investícia“ berie príliš zoširoka.

Nás však trápí opačný problém. Záleží nám totiž na tom, aby naši čitatelia nepreberali zaužívaný žargón, ktorý pojmom „investor“ označuje všetkých aktérov na burze bez rozdielu. V minulom vydaní tejto knihy sme citovali tento titulok článku na prvej strane istého významného finančného periodika z júna 1962:

PESIMIZMUS DROBNÝCH INVESTOROV: DROBNÉ PREDAJE AKCIÍ NAKRÁTKO

V októbri 1970 sa v tom istom časopise objavil úvodník kritizujúci „ľahkomyselných investorov“, ktorí sa medzitým pustili do bezhlavých nákupov.

Tieto citáty dobre ilustrujú zmätok v používaní slov investícia a špekulácia, ktorý je medzi nami prítomný už celé roky. Zamyslite sa nad navrhovanou definíciou investície a porovnajte ju s tým, keď neskúsený bežný človek z davu predáva zopár akcií,

pričom ani poriadne nevlastní to, čo má, a zväčša operuje s emocionálnym presvedčením, že ich neskôr bude môcť odkúpiť späť za oveľa nižšiu cenu. (Patrí sa zdôrazniť, že v čase zverejnenia onoho článku z roku 1962 mal trh veľký pokles už viac-menej za sebou a pripravoval sa na výraznejší vzostup. Bol to asi ten najnevhodnejší čas na predaj nakrátko.) Keby toto narábanie s jazykom nebolo také trestuhodné, v širšom zmysle by sme neskôr použitý výraz „lahkomyselní investori“ mohli vnímať ako smiešne protirečivý – niečo ako „rozhadzovační lakomci“.

Noviny v týchto prípadoch použili slovo „investor“, pretože v jednoduchom jazyku Wall Street sa každý, kto kupuje alebo predáva cenný papier, stal investorom bez ohľadu na to, čo kupuje, s akým cieľom, za akú cenu, a bez ohľadu na to, či je to za hotovosť alebo na maržu. Porovnajte to s postojom verejnosti ku kmeňovým akciám v roku 1948, keď viac ako 90 % opýtaných vnímalo ich nakupovanie negatívne.³ Približne polovica uviedla ako dôvod svojho postoja tvrdenie „nie je to bezpečné, je to hazard“ a približne polovica dôvod „nevzťahujem sa v tom dostatočne“.¹ Je skutočne ironické (nie však prekvapujúce), že nákupy obyčajných akcií ľudia všeobecne považovali za vysoko špekulatívne alebo rizikové v čase, keď sa predávali za najatraktívnejšie ceny a práve malo nadísť obdobie ich doposiaľ najväčšieho rastu; na druhej strane však samotný nárast ich hodnoty na (v súlade s predchádzajúcimi skúsenosťami) dozaista nebezpečné úrovne stačil na to, aby sa im neskôr opäť začalo hovoriť „investície“ a aby sa ich nákupcovia opäť stali „investormi“.

Rozlišovanie medzi investíciou a špekuláciou v prípade obyčajných akcií bolo vždy užitočné a to, že sa rozdiely v ich vnímaní stierajú, je dôvodom na obavy. Často sme hovorili, že Wall Street ako inštitúcia by sa zišlo obnoviť toto rozlišovanie a klásť naň dôraz v každom kontakte s verejnosťou. V opačnom prípade môže na burzy jedného dňa opäť dopadnúť bilag za veľké špekulatívne straty, pred ktorými ich obeť nikto dostatočne nevaroval, že do kapitálových fondov zaradili špekulatívne akcie. Veríme, že čitateľ tejto knihy získa pomerne jasnú predstavu o rizikách, ktoré k akciám prirodzene patria – rizikách, ktoré sú neoddeliteľné od ponúkaných možností zisku a s ktorými musí investor počítať.

Vyššie uvedené naznačuje, že dnes už nemusí existovať niečo také ako autentická investičná politika, ktorú tvoria reprezentatívne akciové tituly – v tom zmysle, že človek môže vždy čakať s ich nákupom nákup dovedy, kým ich cena nezotrie potenciálne trhové riziko, alebo kým ich „kótovaná“ strata bude na takej úrovni, kde nebude budiť väčšie znepokojenie. Väčšinu času musí investor pri svojich akciách počítať s existenciou špekulatívneho faktora. Jeho úlohou je udržať túto zložku v čo

¹ Prieskum, ktorý Graham cituje, uskutočnila pre Fed Michiganská univerzita a bol uverejnený vo vestníku Federal Reserve Bulletin v júli 1948. Ľudia sa pýtali: „Predpokladajme, že sa človek rozhodne neutrácať peniaze, ktoré má. Môže ich buď vložiť do banky alebo do dlhopisov, alebo ich môže investovať. Čo si myslíte, že by bolo v dnešnej dobe najmäjšie, aby s peniazmi urobil – vložil ich do banky, kúpil za ne sporiace dlhopisy, investoval ich do nehnuteľností alebo za ne kúpil kmeňové akcie?“ Len štyri percentá respondentov si mysleli, že kmeňové akcie by ponúkli „uspokojivý“ výnos; 26 % ich považovalo za „nie bezpečné“ alebo za „hazard“. V rokoch 1949 až 1958 dosiahol akciový trh jeden z najvyšších 10-ročných výnosov v histórii, v priemere 18,7 % ročne. Fascinujúcou ozvenou tohto prieskumu Fedu je neskorší prieskum, ktorý uskutočnil BusinessWeek na konci roka 2002 a podľa ktorého bolo len 24 % investorov ochotných investovať viac do svojich podielových fondov alebo akciových portfólií, pričom len tri roky predtým to bolo 47 %.

najmenších medziach a byť finančne a psychologicky pripravený na nepriaznivý vývoj s nepredvídateľným trvaním.

Teraz si vo dvoch odsekoch povieme o akciových špekuláciách, ktoré však nie sú to isté ako špekulatívna zložka vlastná väčšine reprezentatívnych akciových titulov. Priama špekulácia nie je ani nezákonná, ani nemorálna, neprináša však (aspoň väčšine ľudí) veľké príjmy. Naopak, určitá špekulácia je potrebná a nevyhnutná, pretože v mnohých situáciách s bežnými akciami existujú značné možnosti zisku aj straty a riziká s tým spojené musí niekto prevziať.^{II} Tak, ako existuje inteligentné investovanie, existuje aj inteligentná špekulácia. Je však mnoho spôsobov, ako špekulovať neinteligentne. Z nich najvýznamnejšie sú tieto: (1) špekulovanie, ktoré človek považuje za investíciu; (2) seriózne špekulovanie (čiže nie pre zábavu) bez primeraných zručností a vedomostí; a (3) špekulovanie s väčšou sumou, než akú si môžeme dovoliť stratiť.

Podľa nášho konzervatívneho názoru by si mal každý neprofesionál, ktorý obchoduje *na maržu*^{III}, uvedomiť, že z povahy samotnej veci špekuluje a je povinnosťou makléra na túto skutočnosť upozorniť. Každý, kto kupuje takzvanú „horúcu“ emisiu akcií alebo uskutočňuje obdobné nákupy, buď špekuluje, alebo hrá hazard. Špekulácia je vždy fascinujúca a môže byť veľmi zábavná, kým sa vám darí. Ak v nej chcete skúsiť šťastie, odložte si na tento účel časť kapitálu – čím menej, tým lepšie – do samostatného fondu. Nikdy na tento účet nepridávajte ďalšie peniaze len preto, že trh narástol a zisky sa valia. (To je čas, keď peniaze zo špekulatívneho fondu treba vytiahnuť.) Špekulatívne a investičné operácie nemiešajte medzi sebou ani na spoločnom účte, ani vo vlastnej hlave.

Čo by mal očakávať defenzívny investor?

Defenzívneho investora sme si definovali ako investora, ktorého zaujíma najmä bezpečnosť a ktorý chce mať minimum starostí. Akým smerom by sa mal vo všeobecnosti uberať a aký výnos môže očakávať za „priemerných normálnych podmienok“ – ak teda takéto podmienky vôbec existujú? Kým si na tieto otázky budeme môcť odpovedať, pozrieme sa najprv na to, čo sme o tejto téme napísali pred siedmimi rokmi, potom na to, aké významné zmeny sa odvtedy udiali v základných faktoroch vplyvujúcich na očakávaný výnos investora, a nakoniec na to, čo by mal defenzívny investor robiť a očakávať za súčasných podmienok (začiatok roka 1972).

II Špekulácie sú prospešné na dvoch úrovniach: Po prvé, bez špekulácií by nové nevykúšané spoločnosti (ako Amazon.com alebo v skorších časoch Edison Electric Light Co.) nikdy neboli schopné získať potrebný kapitál na expanziu. Lákavá, dlhodobá šanca na obrovský zisk je mazívom, ktoré maže mechanizmus inovácií. Po druhé, riziko sa vymieňa (ale nikdy sa neeliminuje) pri každom nákupe alebo predaji akcií. Kupujúci kupuje primárne riziko, že táto akcia môže klesnúť. Medzitým si predávajúci stále ponecháva zvyškové riziko – možnosť, že práve predaná akcia môže vzrásť!

III Maržový účet vám umožňuje nakupovať akcie za peniaze, ktoré si požičiate od maklérskej spoločnosti. Investovaním s požičanými peniazmi zarobíte viac, keď akcie stúpajú, ale môžete byť zničení, keď klesajú. Zábezpeku za pôžičku je hodnota investícií na vašom účte – takže musíte dať viac peňazí, ak táto hodnota klesne pod požičanú sumu. Viac informácií o maržových účtoch nájdete na www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf a www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.

1. Čo sme povedali pred šiestimi rokmi?

Odporúčali sme, aby investor rozdelil svoj majetok medzi kvalitné dlhopisy a hlavné akciové tituly; aby podiel dlhopisov nikdy nebol nižší ako 25 % a vyšší ako 75 % a v prípade akcií by tento podiel mal byť opačný; poznamenali sme, že najjednoduchšou voľbou je udržiavať rovnaký pomer týchto zložiek (čiže 50:50) a túto rovnosť obnovovať v prípade, že ju vývoj na trhu naruší napríklad o 5 %. Ako alternatívnu politiku by mohol zvoliť zníženie podielu kmeňových akcií na 25 %, „ak by mal pocit, že trh je nebezpečne vysoko“, a naopak, jej zvýšenie na maximum 75 %, „ak by mal pocit, že pokles cien akcie dostatočne zatriktívnil“.

V roku 1965 mohol investor získať približne 4,5 % z prvotriednych zdaňovaných dlhopisov a 3,25 % z kvalitných dlhopisov s výnosom oslobodeným od daní. Dividendový výnos z hlavných akciových titulov (pri hodnote indexu DJI na úrovni 892 bodov) bol len približne 3,2 %. Táto a ďalšie skutočnosti nabádali k opatrnosti. Naznačili sme, že „pri normálnej úrovni trhu“ by mal byť investor schopný dosiahnuť počiatočný výnos z dividend vo výške 3,5 % až 4,5 % z nákupu akcií, ku ktorému by sa mal pripočítavať stály nárast fundamentálnej hodnoty (a „normálnej trhovej ceny“) reprezentatívnych akcií približne v rovnakej výške, čo by dávalo výnos z dividend a zhodnotenia spolu približne 7,5 % ročne. Rozdelenie na polovicu medzi dlhopisy a akcie by vynieslo približne 6 % pred zdanením. Dodali sme, že akciová zložka by mala niesť primeranú mieru ochrany proti strate kúpnej sily spôsobenej rozsiahlou infláciou.

Je potrebné zdôrazniť, že uvedená aritmetika pracuje s oveľa nižšou predpokladanou mierou rastu akciového trhu v porovnaní so skutočným vývojom medzi rokmi 1949 a 1964. Priemerný výnos kótovaných akcií prekračoval hodnotu 10 % a verejnosť ho považovala za akúsi záruku, že s podobne uspokojujivými výsledkami možno počítať aj v budúcnosti. Len málo ľudí bolo ochotných vážne uvažovať o možnosti, že vysoký rast v minulosti znamená, že ceny akcií sú „dnes príliš vysoké“ a „skvelé výsledky od roku 1949 neveštia dobrú, ale zlú budúcnosť“.⁴

2. Čo sa stalo od roku 1964?

Hlavnou zmenou od roku 1964 bol nárast úrokových sadzieb prvotriednych dlhopisov na rekordne vysokú úroveň, hoci odvtedy došlo k výraznému oživeniu v porovnaní s cenovým minimom dosiahnutým v roku 1970. V porovnaní so štyriapolpercentnými výnosmi v roku 1964 je potenciálny výnos z dobrých podnikových emisií výrazne vyšší a dosahuje hodnotu okolo 7,5 %, v niektorých prípadoch dokonca aj viac. Výnosy z akciových dividend typu DJI sa celkom držali aj počas poklesu trhu v rokoch 1969 a 1970, ale v čase písania (pri hodnote indexu Dow na úrovni 900) dosahujú výnos 3,5 %, kým na konci roka 1964 to bolo len o čosi menej, presnejšie 3,2 %. Zmena pohyblivých úrokových sadzieb spôsobila v tomto období maximálny pokles trhovej ceny strednodobých (povedzme dvadsaťročných) dlhopisov o približne 38 percent.

Tento vývoj má paradoxný aspekt. V roku 1964 sme sa intenzívne venovali možnosti, že cena akcií môže byť už privysoká a že dôjde k výraznému poklesu.

Neuvažovali sme však konkrétne o možnosti, že by sa to isté mohlo stať aj s cenou kvalitných dlhopisov. (Neuvažoval o tom ani nikto iný v našom okolí.) Upozornili sme (na s. 86), že „cena dlhodobých dlhopisov sa môže výrazne meniť v závislosti od zmien úrokových sadzieb“. Vzhľadom na to, čo sa odvtedy stalo, sme toto varovanie – spolu so sprievodnými príkladmi –, podľa všetkého nezdôrazňovali dostatočne. Faktom totiž je, že ak by investor mal danú sumu v DJI pri záverečnej úrovni 874 bodov v roku 1964, mal by z nej koncom roka 1971 malý zisk; dokonca aj pri najnižšej úrovni (631 bodov) v roku 1970 by vykázal menšiu stratu než v prípade kvalitných dlhopisov s dlhodobou splatnosťou. Ak by však investor obmedzil investície do dlhopisov iba na americké sporiace dlhopisy, krátkodobé podnikové emisie alebo sporiace účty, v tomto období by nevykázal žiadnu stratu na trhovej hodnote istiny a mal by v porovnaní s kvalitnými akciami vyšší výnos. Skutočné „hotovostné ekvivalenty“ sa v roku 1964 napokon ukázali ako lepšia investícia než obyčajné akcie – a to napriek skutočnosti, že v teórii by akcie mali chrániť pred infláciou lepšie než držanie hotovosti alebo jej ekvivalentov. K poklesu kótovanej hodnoty istiny kvalitných dlhopisov s dlhou splatnosťou na peňažnom trhu došlo pre vývoj na finančnom trhu, teda v abstraktnej oblasti, ktorá na investičnú politiku jednotlivcov bežne nemá významný vplyv.

Táto skúsenosť je teda ďalším z nekonečného radu pripomenutí, že budúcnosť cien cenných papierov nikdy nemožno predvídať.^{IV} Takmer vždy dlhopisy kolísali oveľa menej ako ceny akcií a investori si vo všeobecnosti mohli kúpiť kvalitné dlhopisy s akoukoľvek splatnosťou bez toho, aby sa museli obávať zmien ich trhovej hodnoty. Historicky poznáme len niekoľko výnimiek z tohto pravidla a obdobie po roku 1964 medzi ne zjavne patrí. O zmenách cien dlhopisov si ešte povieme viac v ďalších kapitolách.

3. Očakávaná a politika koncom roka 1971 a začiatkom roka 1972

Koncom roka 1971 bolo možné získať 8 % zdaniteľný výnos z kvalitných strednodobých podnikových dlhopisov a 5,7 % nezdaniteľný výnos z kvalitných štátnych alebo komunálnych cenných papierov. V oblasti krátkodobejších investícií mohol investor získať približne 6 % na emisiách cenných papierov vlády Spojených štátov splatných do piatich rokov. V druhom prípade sa kupujúci nemusí obávať novej straty trhovej hodnoty, pretože má istotu úplného splatenia vrátane šesťpercentného výnosu na konci pomerne krátkeho obdobia držby. Index DJI s aktuálnou hodnotou 900 bodov v roku 1971 prináša výnos len 3,5 %.

Predpokladajme, že podobne ako v minulosti, aj teraz je základným strategickým rozhodnutím spôsob rozdelenia prostriedkov medzi prvotriedne dlhopisy (alebo iné tzv. „hotovostné ekvivalenty“) a významné akcie zastúpené v indexe DJI. Akým

IV Prečítajte si Grahamovu vetu ešte raz a všimnite si, čo tento najväčší odborník na investovanie hovorí: Budúcnosť cien cenných papierov nie je nikdy predvídateľná. A keď budete v knihe čítať ďalej, všimnite si, že všetko ostatné, čo vám Graham hovorí, vám má pomôcť vyrovnávať sa s touto pravdou. Keďže nemôžete predvídať správanie trhov, musíte sa naučiť predvídať a kontrolovať svoje vlastné správanie.

smerom by sa mal investor uberať za súčasných podmienok, ak v najbližšej budúcnosti nemáme vážny dôvod predpokladať žiaden výrazný pohyb nahor ani nadol? V prvom rade musíme zdôrazniť, že ak nedôjde k vážnej nepriaznivej zmene, defenzívny investor môže počítať s aktuálnym výnosom z dividend vo výške 3,5 % a zároveň s priemerným ročným zhodnotením okolo 4 %. Ako vysvetlíme neskôr, toto zhodnotenie v podstate vychádza z toho, že jednotlivé spoločnosti reinvestujú tie zisky, ktoré neboli vyplatené ako dividendy. Pred zdanením by potom kombinovaný výnos akcií investora predstavoval v priemere povedzme 7,5 %, teda o niečo menej ako úrok z kvalitných dlhopisov.^V Po zdanení by priemerný výnos z akcií predstavoval približne 5,3 %.⁵ To by približne zodpovedalo výnosu z kvalitných strednodobých dlhopisov oslobodených od dane.

V porovnaní s analýzou z roku 1964 sú tieto očakávania v prípade akcií oveľa menej priaznivé. (Tento záver nevyhnutne vyplýva zo základného faktu, že výnosy dlhopisov od roku 1964 vzrástli oveľa viac ako výnosy akcií.) Nesmieme zabúdať na skutočnosť, že úroky a splátky istiny z kvalitných dlhopisov sú oveľa lepšie chránené, čiže istejšie ako dividendy a rast cien akcií. V dôsledku toho musíme konštatovať, že aktuálne, čiže ku koncu roka 1971, sa investície do dlhopisov javia ako jednoznačne výhodnejšie než investície do akcií. Ak by sme si mohli byť istí správnosťou tohto záveru, museli by sme defenzívnemu investorovi odporučiť, aby všetky peniaze vložil do dlhopisov a nič nevkladal do nákupov akcií dovtedy, kým sa súčasný pomer výnosov výrazne nezmení v prospech akcií.

Samozrejme, nemáme istotu, že dlhopisy sa z dnešných úrovní budú vyvíjať lepšie ako akcie. Pozornému čitateľovi hneď napadne faktor inflácie ako silný dôvod v prospech akcií. V nasledujúcej kapitole si však ukážeme, že pri doterajších skúsenostiach s infláciou v Spojených štátoch v priebehu tohto storočia a pri súčasných rozdieloch vo výnosoch nemôžeme dať prednosť akciám pred dlhopismi. Vždy však existuje možnosť – hoci vzdialená –, zrýchlenia inflácie, ktorá by misky váh naklonila od dlhopisov splatných v pevnej sume v prospech akcií.^{VI} Existuje aj ďalšia – a rovnako nepravdepodobná – možnosť, že americké podniky sa aj bez zrýchlenia inflácie stanú takými ziskovými, že to v najbližších rokoch odôvodní veľký nárast hodnoty akcií. Nakoniec je tu ešte známejšia možnosť, že zažijeme ďalší veľký špekulatívny rast akciového trhu, keď bude hodnota akcií rásť bez racionálneho základu. Ktorýkoľvek z týchto dôvodov (a možno aj ďalšie, ktoré nám nenapadli) môže spôsobiť, že investor

V Ako sa naplnila Grahamova predpoveď? Na prvý pohľad sa zdá, že veľmi dobre. Od začiatku roka 1972 do konca roka 1981 dosiahli akcie priemerný ročný výnos 6,5 %. (Graham nešpecifikoval časové obdobie svojej prognózy, ale dá sa predpokladať, že mal na mysli 10-ročný časový horizont.) Inflácia však v tomto období zúrla na úrovni 8,6 % ročne, čo zhtlo celý zisk, ktorý akcie priniesli. V tejto časti svojej kapitoly Graham sumarizuje takzvanú Gordonovu rovnicu, ktorá v podstate hovorí, že budúci výnos akciového trhu je súčtom aktuálneho dividendového výnosu a očakávaného rastu zisku. Pri dividendovom výnose na začiatku roka 2003 na úrovni necelých 2 % a dlhodobom raste ziskov na úrovni približne 2 %, plus inflácii na úrovni niečo vyše 2 %, môžeme odhadnúť budúci priemerný ročný výnos na úrovni približne 6 %. (Pozri komentár ku kapitole 3.)

VI Od roku 1997, keď sa zaviedli cenné papiere chránené proti inflácii (Treasury Inflation-Protected Securities – TIPS), akcie prestali byť automaticky lepšou voľbou pre investorov, ktorí očakávajú rast inflácie. TIPS na rozdiel od ostatných dlhopisov zvyšujú svoju hodnotu, ak sa zvýši index spotrebiteľských cien, čím investora účinne chránia pred stratou peňazí spôsobenou infláciou. Akcie takúto záruku nenesú a v skutočnosti sú pomerne slabým zabezpečením proti vysokej miere inflácie. (Podrobnejšie informácie nájdete v komentári ku kapitole 2.)

napokon stopercentnú koncentráciu na dlhopisy aj pri ich priaznivejších výnosoch oľutuje.

Po tejto krátkej diskusii teda ešte raz formulujme základnú kompromisnú politiku pre defenzívnych investorov: aby po celú dobu investovania významnú časť svojich prostriedkov držali v dlhopisoch a významnú časť aj v akciách. Stále platí, že si môžu vybrať medzi jednoduchým rozdelením prostriedkov medzi tieto dve zložky v pomere 50:50, alebo pomerom od 25 % do 75 % v prospech jednej z nich podľa vlastného uváženia. Podrobnejšie sa k týmto dvom alternatívnym stratégiám vyjadrieme v ďalších kapitolách.

Kedže v súčasnosti je celkový predpokladaný výnos z akciových titulov takmer rovnaký ako výnos z dlhopisov, očakávaný výnos (vrátane rastu hodnoty akcií) pre investora by sa v závislosti od rozdelenia prostriedkov medzi tieto dve zložky zmenil len málo. Podľa spomenutých prepočtov by mal celkový výnos z oboch častí dosahovať úroveň približne 7,8 % pred zdanením alebo 5,5 % po zdanení (resp. odčítaní odhadnutej dane). Výnos takejto veľkosti je výrazne vyšší ako výnos typického konzervatívneho investora v relatívne dlhom období v minulosti. V porovnaní s približne 14 % ročným výnosom na rastúcom akciovom trhu v priebehu dvoch desaťročí po roku 1949 sa takýto výnos nemusí zdať atraktívny. Treba si však uvedomiť, že v rokoch 1949 až 1969 cena indexu DJI stúpila viac ako päťnásobne, zatiaľ čo jeho zisky a dividendy sa približne zdvojnásobili. Väčšia časť pôsobivého trhového výsledku za toto obdobie teda vychádzala skôr zo zmeny postojov investorov a špekulantov než zo zmeny fundamentálnej hodnoty podnikov. V tomto zmysle by sa toto dianie dalo nazvať „urob si (výnos) sám“.

Keď hovoríme o akciovom portfóliu defenzívneho investora, vždy sme hovorili iba o hlavných akciových tituloch spomedzi 30 položiek indexu Dow Jones Industrial (DJI), a to výlučne z praktických dôvodov – nie preto, že by sme defenzívnym investorom odporúčali iba tieto tituly. V skutočnosti existuje mnoho ďalších spoločností, ktoré sa svojou kvalitou vyrovnajú indexu Dow Jones alebo ho prevyšujú; medzi ne patrí aj množstvo podnikov verejných služieb (tie majú samostatný index Dow Jones, ktorý ich reprezentuje).^{VII}

Hlavným dôvodom je tu skutočnosť, že celkové výsledky defenzívneho investora sa pravdepodobne nebudú rozhodujúcim spôsobom líšiť od toho či onoho diverzifikovaného alebo reprezentatívneho zoznamu, alebo presnejšie, že ani dotýčný investor, ani jeho poradcovia nemôžu s istotou predpovedať, aké rozdiely sa napokon objavia. Je pravda, že umenie zručného a prezieravého investovania spočíva najmä vo výbere emisií, ktoré v porovnaní s celkovým trhom prinesú lepšie výsledky. Z dôvodov, ktorým sa bližšie venujeme neskôr, sme skeptickí, čo sa týka schopnosti

VII V súčasnosti sú najrozšírenejšími alternatívami k indexu Dow Jones Industrial akciový index Standard & Poor's 500 („S&P“) a index Wilshire 5000. Index S&P sa zameriava na 500 veľkých, dobre známych spoločností, ktoré tvoria približne 70 % celkovej hodnoty amerického akciového trhu. Wilshire 5000 sleduje výnosy takmer všetkých významných verejne obchodovaných akcií v Amerike, spolu ich je približne 6 700. Kedže však najväčšie spoločnosti tvoria väčšinu celkovej hodnoty indexu, výnosy Wilshire 5000 sú zvyčajne dosť podobné výnosom indexu S&P 500. Niekoľko lacných podielových fondov umožňuje investorom držať akcie týchto indexov ako jedno výhodné portfólio. (Pozri kapitolu 9.)

defenzívnych investorov prekonávať priemerné výsledky – čo by vlastne znamenalo prekonávať vlastnú celkovú výkonnosť.^{VIII} (Náš skepticizmus sa vzťahuje aj na veľké fondy, ktoré riadia odborníci.)

Toto tvrdenie si teraz skúsme bližšie ozrejmiť na príklade, ktorý na prvý pohľad vyzerá ako dôkaz opaku. Od decembra 1960 do decembra 1970 vzrástol index DJI zo 616 na 839, teda o 36 %. V tom istom období však oveľa väčší index Standard & Poor's – vážený index 500 akcií – vzrástol o 58 % z 58,11 na 92,15. Druhý index bol teda na nákup určite vhodnejší než ten prvý. Kto by sa však tak unáhlil a v roku 1960 predpovedal, že na prvý pohľad rôznorodá zmes všetkých možných akcií takto výrazne prekoná aristokratických „tridsať tyranov“ indexu Dow? Toto je podľa nás rozhodne dôkazom skutočnosti, že len zriedka možno spoľahlivo predpovedať absolútne či relatívne zmeny cien.

Bez zaváhania na tomto mieste opakujeme – keďže tohto varovania nie je nikdy dosť –, že investor kupujúci nové emisie akcií alebo „horúce“ emisie akéhokoľvek druhu určené na rýchly zisk, nemôže dúfať v prekonanie priemerných výsledkov.^{IX} Z dlhodobého hľadiska je takmer isté, že opak bude pravdou. Defenzívny investor sa musí obmedziť na akcie významných spoločností s dlhodobým ziskovým podnikaním a v dobrej finančnej kondícii. (Každý poriadny analytik cenných papierov by mal byť schopný zostaviť takýto zoznam.)

Agresívni investori môžu nakupovať aj akcie iných podnikov, mali by však nakupovať iba za atraktívnych podmienok v súlade s princípmi inteligentnej analýzy.

Na záver tejto časti si ešte stručne spomeňme tri doplnkové koncepcie alebo postupy pre defenzívneho investora. Prvým je nákup akcií etablovaných investičných fondov ako alternatíva k vytvoreniu vlastného portfólia kmeňových akcií. Môže prípadne využiť niektorý z bežných podielových fondov (angl. *common trust funds*) alebo zmiešaných fondov (angl. *commingled funds*) prevádzkovaných správcovskými spoločnosťami a bankami v mnohých štátoch. Po druhé, ak má značné finančné prostriedky, môže využiť služby uznávanej investičnej poradenskej spoločnosti, ktorá mu zaručí profesionálnu správu investícií v súlade so štandardnými pravidlami. Tretím spôsobom je „priemerovanie dolárových nákladov“ (angl. *dollar-cost averaging*), čo jednoducho znamená, že investuje do akcií každý mesiac alebo každý štvrťrok vždy rovnakú sumu. Týmto spôsobom nakupuje viac akcií, keď je trh nízko, a menej, keď je vysoko, čím by nakoniec mal dosiahnuť uspokojivú priemernú cenu investície. Táto metóda je vlastne aplikáciou širšieho prístupu známeho ako „programové investovanie“ (*formula investing*). S týmto prístupom sme sa stretli už pri odporúčaní, že investor môže meniť svoje podiely v bežných akciách medzi minimom 25 % a maximom 75 %, vždy v opačnom pomere k pôsobeniu trhu. Tieto myšlienky majú pre

VIII Pozri s. 310 – 312 a s. 321 – 324.

IX Podrobnejšie informácie nájdete v kapitole 6.

defenzívneho investora význam a do väčšej hĺbky sa nimi budeme zaoberať v ďalších kapitolách.^X

Čo by mal očakávať agresívny investor?

Náš podnikavý investor bude pri nákupe cenných papierov, samozrejme, očakávať lepšie celkové výsledky ako jeho defenzívny alebo pasívny náprotivok. Najprv sa však musí uistiť, že jeho výsledky nebudú horšie. Nie je totiž problém venovať dianie na Wall Street a jeho skúmaniu množstvo energie a schopností, a predsa namiesto zisku skončiť so stratou. Tieto cnosti, ak sa nasmerujú nesprávnym smerom, sa stávajú nerozoznatelnými od hendikepov. Preto je nanajvýš dôležité, aby podnikavý investor začínal s jasnou predstavou o tom, ktoré spôsoby konania poskytujú primerané šance na úspech a ktoré nie.

Najskôr sa pozrime na niekoľko stratégií, ku ktorým sa investori v snahe prekonať priemer uchýlili. Medzi ne patria:

- Obchodovanie priamo na trhu. To zvyčajne znamená nákup akcií v čase rastu a ich predaj vo chvíli, keď sa trend otočí. Vybrané akcie budú pravdepodobne patriť medzi tie, ktoré sa „správali“ lepšie ako priemer trhu. Obchodovaniu nakrátko sa venuje skôr malá časť profesionálov. V tomto prípade predávajú emisie, ktoré nevlastnia, ale požičiavajú si ich prostredníctvom zavedeného burzového mechanizmu. Ich cieľom je profitovať z následného poklesu cien týchto emisií tým, že ich kúpia späť za nižšiu cenu, než za akú ich predali. (Ako naznačuje náš citát titulku z Wall Street Journal na s. 19, aj „drobní investori“ – ach, tento výraz! – občas neobratne skúšajú predaj nakrátko.)
- Krátkodobá selektivita. To znamená nákup akcií spoločností, ktoré vykazujú (alebo očakávajú) zvýšené zisky alebo sa u nich očakáva iný priaznivý vývoj.
- Dlhodobá selektivita. Tu sa zvyčajne kladie dôraz na vynikajúce výsledky minulého rastu, ktorý sa považuje za pravdepodobný aj v budúcnosti. V niektorých prípadoch si „investor“ tiež môže vybrať spoločnosti, ktoré zatiaľ nijako zvlášť pôsobivo nerastú, ale očakáva sa, že neskôr si vytvoria dobrý ziskový základ. (Takéto spoločnosti často patria do určitej technologickej oblasti – napr. počítače, lieky, elektronika – a často vyvíjajú nové a sľubne vyzerajúce postupy alebo výrobky.)

Vyššie sme sa už negatívne vyjadrili na margo celkových šancí investora v týchto sférach investičnej činnosti. Prvú stratégiu sme z teoretických aj reálnych dôvodov z oblasti investícií vylúčili. Obchodovanie s akciami nie je operácia, „ktorá po dôkladnej analýze môže zaistiť bezpečnosť istiny a uspokojujivý výnos“. Viac sa obchodovaniu s akciami venujeme v ďalších kapitolách.^{XI}

X Ďalšie rady týkajúce sa „etablovaných investičných fondov“ nájdete v kapitole 9. O „profesionálnej správe“ vykonávanej „uznávanou investičnou poradenskou spoločnosťou“ sa hovorí v kapitole 10. Prístup *dollar-cost averaging* sa vysvetľuje v kapitole 5.

XI Pozri kapitolu 8.

V snahe vybrať najvhodnejšie akcie, či už na najbližšie obdobie, alebo na dlhší čas do budúcnosti, čelí investor dvom prekážkam: prvá vyplýva z ľudskej mylnosti a druhá z povahy jeho konkurencie. Môže sa myliť vo svojom odhade budúcnosti; ak sú aj jeho odhady správne, súčasná trhová cena už môže zahŕňať všetko, čo predpokladá. V oblasti krátkodobej selektivity sú výsledky spoločnosti v danom roku v podstate spoločným majetkom akciového trhu; výsledky v budúcom roku sa tiež v maximálnej možnej miere zvažujú a posudzujú. Investor, ktorý si vyberá emisie najmä na základe tohtoročných vynikajúcich výsledkov alebo na základe predpokladaného vývoja v budúcom roku, preto pravdepodobne zistí, že ostatní medzitým urobili to isté z úplne rovnakého dôvodu.

Pri výbere akcií vo vzťahu k dlhodobým vyhladkam sa investor borí s prakticky totožnými prekážkami. Možnosť úplného omylu v predpovedi – ktorú sme ilustrovali na príklade leteckých spoločností na str. 6, – je nepochybne väčšia ako pri práci s krátkodobými výnosmi. Keďže experti sa pri takýchto prognózach často mýlia, teoreticky je možné, aby investor výrazne profitoval zo správnych predpovedí v prípade, že sa akciový trh celkovo prikloní k nesprávnej predpovedi. Podčiarkujeme však slovo „teoreticky“. Koľko podnikavých investorov sa môže spoľahnúť na to, že sú takí bystrí alebo majú prorocký dar a podarí sa im poraziť profesionálnych analytikov v ich obľúbenej hre odhadovania dlhodobých budúcich ziskov?

Takto sme dospeli k nasledujúcemu logickému (hoci znepokojivému) záveru: Aby mal investor primeranú šancu poraziť priemer, musí sa riadiť stratégiou, ktorá (1) je vo svojej podstate zdravá a perspektívna a (2) nie je populárna na Wall Street.

Existujú vôbec takéto stratégie vhodné pre podnikavého investora? Teoreticky i prakticky vzaté by odpoveď mala byť opäť kladná, keďže na to máme viacero dôvodov. Každý vie, že špekulatívne pohyby akcií spôsobujú priveľké rozkolísavanie, a to oboma smermi. Často sa takto kolíše celý trh, ale vždy k takýmto výkyvom dochádza aspoň v prípade niektorých akcií. Je tiež možné, že akcia je podhodnotená z dôvodu nedostatočného záujmu alebo neodôvodnených ľudových predsudkov. Môžeme byť ešte odvážnejší a tvrdiť, že v prekvapujúco veľkej časti obchodovania s kmeňovými akciami sa zdá, že niektorí aktéri vlastne – slušne povedané – nemajú páru o tom, akú majú akcie vlastne hodnotu. V tejto knihe si ukážeme mnohé príklady (minulých) nezrovnalostí medzi cenou a hodnotou. Každý inteligentný človek, ktorý to vie s číslami, by si teda podľa všetkého mohol z Wall Street urobiť hostinu a sýtiť sa hlúposťou iných. Zdanie také môže byť, nie je to však také jednoduché. Kúpa zanedbanej (podhodnotenej) emisie s cieľom zisku sa spravidla ukáže ako beh na naozaj dlhú trať. Predaj príliš populárnej (nadhodnotenej) emisie nakrátko zasa skúša nielen odvahu a vytrvalosť, ale aj peňaženku investora.^{XII} Princíp je správny a určite nie je nemožné ho s úspechom uplatniť, rozhodne však nie je ľahké si ho osvojiť.

XII Pri „predaji nakrátko“ (tzv. „shortovaní“) uzatvárate stávkku, že cena akcie bude klesať, nie stúpať. Shortuje sa v troch krokoch: Najprv si požičiate akcie od niekoho, kto ich vlastní; potom požičané akcie okamžite predáte a nakoniec ich nahradíte akciami, ktoré neskôr kúpite. Ak cena akcie klesne, budete môcť kúpiť náhradné akcie za nižšiu cenu. Rozdiel medzi cenou, za ktorú ste predali požičané akcie, a cenou, ktorú ste zaplatili za náhradné akcie, je váš hrubý zisk (znížený o poplatky za dividendy alebo

Existuje aj pomerne široká skupina „výnimočných situácií“, na ktoré sa dalo počas mnohých rokov spoľahnúť a ktoré prinášali pekný ročný výnos, často vyše 20 %, s minimálnym celkovým rizikom pre tých, ktorí sa v tejto oblasti orientovali. Patria sem arbitráže medzi cennými papiermi, výplaty alebo výnosy z likvidácie podnikov a rôzne druhy zabezpečovacích operácií. Typickým príkladom je plánovaná fúzia alebo akvizícia, ktorá prináša oveľa vyššiu hodnotu akcií než tá v momente oznámenia takejto transakcie. Ich počet sa v posledných rokoch výrazne zvýšil a pre zasvätených by tak toto obdobie malo byť veľmi výnosné. Čím viac sa však takýchto plánovaných fúzií objavilo, tým viac sa napokon objavilo aj prekážok, ktoré dané transakcie znemožňovali, čo v konečnom dôsledku viedlo k tomu, že k týmto obchodom nedošlo; v týchto kedysi spoľahlivých operáciách sa tak realizovalo pomerne veľa individuálnych strát. Je tiež možné, že s rastúcou konkurenciou rentabilita týchto obchodov celkovo klesla.^{XIII}

Menšia výnosnosť týchto výnimočných situácií je jedným z prejavov istého sebazničujúceho procesu – podobného zákonu klesajúcich výnosov –, ktorý sa rozvinul za života tejto knihy. V roku 1949 sme mohli prezentovať analýzu kolísania akciového trhu za predchádzajúcich 75 rokov, ktorá priniesla postup (vychádzajúci zo ziskov a aktuálne platných úrokových sadzieb) určovania úrovne indexu DJI vhodnej na nákup pod jeho „ústrednou“ alebo „vnútornou“ hodnotou a na predaj nad takouto hodnotou. Aplikovali sme tak notoricky známu zásadu Rothschildovcov: „Nakupuj lacno a predávaj drah.“^{XIV} Jej výhoda spočívala v priamom rozpore so zakorenenou a škodlivou zásadou Wall Street, podľa ktorej sa akcie majú kupovať, pretože stúpili, a predávať, pretože klesli. Po roku 1949 už, žiaľ, tento vzorec prestal fungovať. Druhým príkladom je známa „Dowova teória“ pohybu akciových trhov medzi rokmi 1897 a 1933, ktorá v tom čase prinášala skvelé výsledky, no po roku 1934 sa už na ňu nedalo spoľahnúť.

Tretím a posledným príkladom takzvaných „studníc bohatstva“, ktoré dnes postupne vysychajú, boli mimoriadne výhodné nákupy akcií: veľká časť našich vlastných operácií na Wall Street sa sústredila na nákup výhodných emisií. Tie bolo možné ľahko rozoznať podľa toho, že sa predávali za nižšiu cenu než ich podiel na samotných čistých obežných aktívach (pracovnom kapitále); nepočítalo sa už pritom s nehnuteľným majetkom či inými fixnými aktívami a odčítali sa ešte všetky záväzky spoločnosti. Je zrejmé, že tieto emisie sa predávali za cenu výrazne nižšiu ako samotná hodnota

úroky spolu s nákladmi na sprostredkovanie). Ak však cena akcie namiesto poklesu stúpne, strop potenciálnej straty neexistuje, vďaka čomu je shortovanie pre väčšinu individuálnych investorov neprijateľnou špekuláciou.

XIII Koncom 80. rokov 20. storočia, keď sa množili nepriateľské prevzatia podnikov a výkupy s využitím pákového efektu, Wall Street vytvorila inštitucionálne arbitrážne oddelenia, ktoré mali profitovať z prípadných chýb pri oceňovaní týchto zložitých transakcií. Stali sa v tom takými dobrými, že ľahké zisky zmizli a mnohé z týchto pracovísk boli zrušené. Hoci ho Graham spomína (pozri s. 156 a 157), tento druh obchodovania už nie je pre väčšinu ľudí uskutočniteľný ani vhodný, pretože len niekoľkomiliónové obchody sú dostatočne veľké na to, aby priniesli hodnotné zisky. Bohatí jednotlivci a inštitúcie môžu túto stratégiu využívať prostredníctvom hedgeových fondov, ktoré sa špecializujú na arbitráž pri fúziách alebo tzv. „eventovú“ arbitráž.

XIV Rodina Rothschildovcov na čele s Nathanom Mayerom Rothschildom bola v 19. storočí dominantnou silou v európskom investičnom bankovníctve a maklérstve. Brilantný opis jej histórie nájdete v knihe Nialla Fergusona, *The House of Rothschild: Rothschildovci, 1798 – 1848* (Viking, 1998).

podniku. Žiadneho majiteľa alebo väčšinového vlastníka by nenapadlo predávať majetok za takú smiešne nízku sumu. Takéto anomálie sa však objavovali prekvapivo často. V roku 1957 sa na verejnosť dostal zoznam takmer 200 emisií tohto typu dostupných na trhu. Prakticky všetky tieto výhodné emisie sa napokon ukázali ako ziskové (hoci rôznym spôsobom) a priemerný ročný výsledok prinášal oveľa väčší výnos než väčšina iných investícií. V nasledujúcom desaťročí však aj tieto akcie prakticky zmizli z burzy a spolu s nimi aj priestor pre šikovné a úspešné operácie podnikavého investora. Pri nízkych cenách v roku 1970 sa však opäť objavil značný počet takýchto emisií „pod úrovňou pracovného kapitálu“ a napriek silnému oživeniu trhu ich na konci roka zostalo dosť na to, aby vytvorili plnohodnotné portfólio.

Podnikavý investor má v dnešných podmienkach stále rôzne možnosti, ako poraziť priemerné výsledky. Obrovský zoznam obchodovateľných cenných papierov musí obsahovať dostatočný počet tých, ktoré možno podľa logických a primerane spoľahlivých štandardov označiť za podhodnotené. Tie by mali v priemere priniesť uspokojivejšie výsledky ako index DJI alebo iný podobne reprezentatívny zoznam. Podľa nášho názoru by ich hľadanie nestálo investorovi za námahu, ak by nemohol pred zdanením očakávať dodatočný, povedzme päťpercentný, výnos k priemernému ročnému výnosu z akciovej časti portfólia. Pokúsime sa vytvoriť niekoľko takýchto prístupov k výberu akcií, ktoré by aktívny investor mohol zužitkovať pri výbere atraktívnych akcií.

KOMENTÁR KU KAPITOLE 1

*Celé ľudské nešťastie pochádza z jedinej veci:
neviete, ako zostať v pokoji v miestnosti.*

– Blaise Pascal

Prečo makléri na newyorskej burze vždy jasajú pri zvuku záverečného zvonenia – bez ohľadu na to, čo sa v ten deň na trhu stalo? Pretože zarobia vždy, keď obchodujete – bez ohľadu na to, či ste zarobili vy. Špekulovaním namiesto investovania znižujete svoje vlastné šance na vybudovanie bohatstva. Zároveň však zvyšujete šance niekoho iného.

Grahamova definícia investovania nemôže byť jasnejšia: „Investičná operácia je taká, ktorá po dôkladnej analýze môže zaistiť bezpečnosť istiny a uspokojivý výnos.“^I Všimnite si, že investovanie sa podľa Grahama skladá z troch prvkov:

- pred nákupom akcií spoločnosti musíte dôkladne analyzovať jej činnosť a spoľahlivosť jej podnikania,
- musíte sa zámerne chrániť pred vážnymi stratami,
- musíte sa usilovať o „uspokojivý“, nie mimoriadny výkon.

Investor vypočítava hodnotu akcie na základe hodnoty jej obchodných aktivít. Špekulant sa spolieha na to, že cena akcie vzrastie, pretože niekto iný za ňu zaplatí ešte viac. Ako raz povedal Graham, investori posudzujú „trhovú cenu podľa stanovených štandardov hodnoty“, zatiaľ čo špekulanti „zakladajú (svoje) štandardy hodnoty na trhovej cene.“^{II} Pre špekulanta je nepretržitý prúd akciových kurzov ako kyslík; keď ho nemá, hynie. Pre investora je to, čo Graham nazval „kótovanými“ hodnotami, oveľa menej dôležité. Graham vás nabáda, aby ste investovali len vtedy, ak by ste boli spokojní s vlastníctvom akcie, aj keby ste nemali možnosť poznať jej dennú cenu.^{III}

Podobne ako hazardné hry v kasíne alebo stávky na dostihoch, aj špekulácie na trhu môžu byť vzrušujúce alebo dokonca výnosné (ak máte šťastie). Je to však najhorší možný spôsob, ako si vybudovať bohatstvo. Je to preto, že Wall Street, podobne ako

I Graham ide ešte ďalej a vo svojej definícii podrobne rozvádza jednotlivé kľúčové pojmy: „dôkladná analýza“ znamená „skúmanie faktov vo svetle zavedených štandardov bezpečnosti a hodnoty“, „bezpečnosť istiny“ zasa znamená „ochranu pred stratou za všetkých bežných alebo primerane pravdepodobných podmienok alebo odchýlok“ a „uspokojivý výnos“ sa vzťahuje na „akúkoľvek, hoci aj nízku, mieru alebo výšku výnosu, ktorú je investor ochotný akceptovať, ak koná s rozumom“. (*Analýza cenných papierov*, vydanie z roku 1934, s. 56 – 57).

II *Analýza cenných papierov*, vydanie z roku 1934, s. 267.

III Graham v jednom rozhovore radí: „Položte si otázku: ak by pre tieto akcie neexistoval trh, bol by som ochotný investovať do tejto spoločnosti za týchto podmienok?“ (Forbes, 1. januára 1972, s. 86.)

Las Vegas alebo dostihová dráha, kalibruje kurzy tak, že dom má nakoniec vždy navrch, a to nad každým, kto sa pokúša poraziť dom v jeho vlastnej špekulatívnej hre.

Na druhej strane je však investovanie jedinečný druh kasína, v ktorom nakoniec nemôžete prehrať, ak hráte len podľa pravidiel, ktoré šance preklopia jednoznačne vo váš prospech. Ľudia, ktorí investujú, zarábajú peniaze pre seba; ľudia, ktorí špekulujú, zarábajú peniaze maklérom. A to je dôvod, prečo Wall Street neustále bagatelizuje trvalé výhody investovania a zvyšuje atraktivitu špekulácií.

Čím rýchlejšie, tým nebezpečnejšie

Graham varuje, že je vždy chybou pliesť si špekulácie s investíciami. V 90. rokoch 20. storočia viedol tento chaos v pojmoch k masovej skaze. Zdá sa, že takmer každému naraz došla trpezlivosť a Amerika sa stala národom špekulantov, v ktorom sa pohybovali obchodníci a skákali z akcie na akciu ako kobyľky na stebľách trávy.

Ľudia začali veriť, že testom investičnej stratégie je jednoducho to, či „funguje“. Ak porazili trh v akomkoľvek období, bez ohľadu na to, aká nebezpečná alebo hlúpa bola ich taktika, ľudia sa chválili, že „mali pravdu“. Inteligentný investor však nemá záujem mať pravdu len dočasne. Ak chcete dosiahnuť dlhodobé finančné ciele, musíte mať pravdu trvale a spoľahlivo. Stratégie, ktoré v deväťdesiatych rokoch minulého storočia nabrali obrovskú popularitu – jednoduchové obchodovanie, ignorovanie diverzifikácie, rýchloobrátkový predaj najžiadanejších podielových fondov, riadenie sa „systémami“ výberu akcií –, sa zdali byť funkčné. Z dlhodobého hľadiska však nemali šancu zvíťaziť, pretože nespĺňali všetky tri Grahamove kritériá investovania.

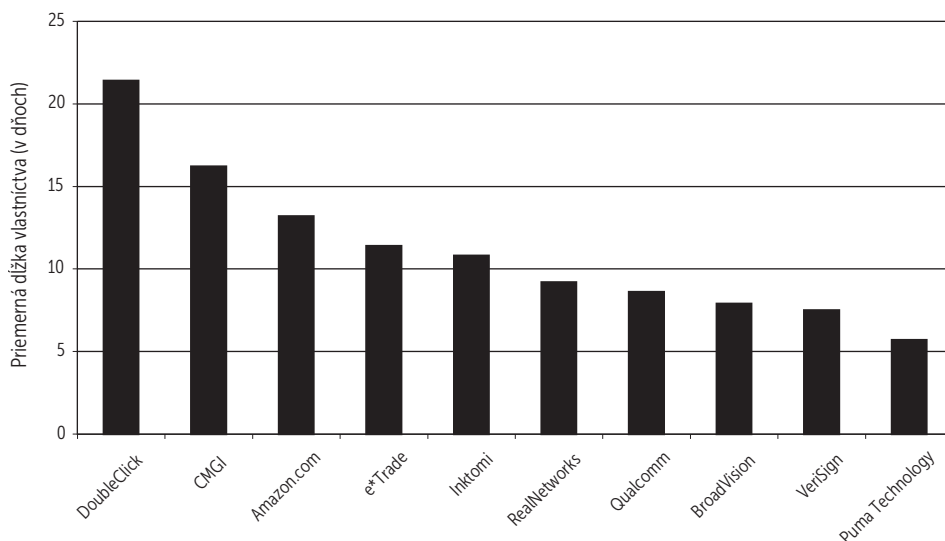
Ak chcete pochopiť, prečo dočasne vysoké výnosy nič nedokazujú, predstavte si, že máte dve miesta, ktoré sú od seba vzdialené 180 kilometrov. Ak pôjdem po okresnej ceste najvyššou povolenou rýchlosťou 90 km/h, môžem túto vzdialenosť prejsť za dve hodiny. Ak však pôjdem rýchlosťou 180 km/h, môžem tam doraziť už za hodinu. Ak to skúsím a prežijem, mám teda „pravdu“? Mali by ste sa nechať zlákať a vyskúšať to, pretože som sa vám pochválil, že sa to dá? Bleskové triky na prekonanie trhu sú veľmi podobné: Krátkodobé, ak máte šťastie, fungujú. Časom vás však pripravia o život.

V roku 1973, keď Graham naposledy revidoval knihu *Inteligentný investor*, bola ročná miera obratu na new-yorskej burze 20 %, čo znamená, že typický akcionár držal akciu päť rokov, kým ju predal. V roku 2002 dosiahla miera obratu 105 % – obdobie držby bolo iba 11,4 mesiaca. V roku 1973 držal priemerný podielový fond akcie takmer tri roky, v roku 2002 sa toto obdobie vlastníctva skrátilo na 10,9 mesiaca. Manažéri podielových fondov teda podľa všetkého skúmali akcie iba tak dlho, aby zistili, že ich vôbec nemali kupovať, vzápätí sa ich zbavili a začínali odznova.

Dokonca aj tie najuznávanejšie správcovské spoločnosti začali byť nervózne. Začiatkom roka 1995 mal Jeffrey Vinik, správca fondu Fidelity Magellan (vtedy najväčšieho podielového fondu na svete), 42,5 % aktív v technologických akciách. Vinik vyhlásil, že väčšina jeho podielnikov „investovala do fondu na ciele, ktoré sú roky vzdialené. Som presvedčený, že máme rovnaké ciele a že aj podľa nich je dlhodobý prístup najlepší.“ Šesť mesiacov po tom, čo napísal tieto vznešené slová, však Vinik

predal takmer všetky technologické akcie, čím sa zbavil takmer 19 miliárd dolárov za osem bláznivých týždňov. A toľko bolo rečí o „dlhodobom horizonte“! V roku 1999 zasa diskontná maklérska divízia spoločnosti Fidelity vyzývala klientov, aby obchodovali kdekoľvek a kedykoľvek pomocou vreckového počítača Palm – čo dokonale zodpovedalo novému sloganu firmy, ktorý znel: „Každá sekunda sa počíta.“

OBRÁZOK 1-1: Akcie plnou parou vpred



Ako vidieť na obrázku 1-1, na burze NASDAQ dosiahol obrat prvú kozmickú rýchlosť.^{IV}

V roku 1999 napríklad zmenili akcie spoločnosti Puma Technology majiteľa v priemere raz za 5,7 dňa. Napriek veľkolepému mottu burzy NASDAQ – „burza na ďalších sto rokov“ – mali mnohí z jej zákazníkov problém udržať u seba akcie sotva sto hodín.

Finančná videohra

Wall Street popularizovala online obchodovanie ako bleskovú cestu k zárobkom: Discover Brokerage, online pobočka ctihodnej spoločnosti Morgan Stanley, vysielala televíziu reklamu, v ktorej ošarpaný vodič odťahovky vyzdvihuje zámožne vyzerajúceho manažéra. Keď manažér na palubnej doske odťahovkára zbadá fotografiu tropickej pláže, opýta sa: „Dovolenka?“ „Kdeže, to je môj domov,“ odvetí vodič. Kravaťák sa zarazí a povie: „Vyzerá to ako ostrov.“ Vodič sa usmeje popod fúzy a odpovie: „Aleba, to je celý štát.“

IV Zdroj: Bernstein & Co., 10. januára 2000: Steve Galbraith, výskumná správa Sanford C. Bernstein & Co. Akcie v tejto tabuľke mali v roku 1999 priemerný výnos 1196,4 %. V roku 2000 stratili v priemere 79,1 %, v roku 2001 35,5 % a v roku 2002 44,5 % – čím vymazali všetky zisky z roku 1999 a ešte stratili aj niečo navyše.

Propaganda sa ďalej rozbieha. Online obchodovanie podľa nej nevyžadovalo žiadnu prácu a žiadne premýšľanie. Televízna reklama online brokera Ameritrade ukazovala dve ženy v domácnosti, ktoré sa vrátili domov po tom, čo si boli zabehať; jedna sa prihlásila do počítača, niekoľkokrát klikla myšou a radovala sa: „Vyzerá to, že som práve zarobila 1 700 dolárov!“ V televíznej reklame na maklérsku firmu Waterhouse sa niekto spýtal basketbalového trénera Phila Jacksona: „Viete niečo o obchodovaní?“ „Hneď sa doň pustím.“ (Kolko zápasov v NBA by Jacksonove tímy vyhrali, keby túto filozofiu priniesol na ihrisko? Nejako sa mi nezdá, že vedieť nič o druhom tíme, ale povedať: „Som pripravený hrať s nimi hneď teraz,“ má veru ďaleko od receptu na titul.)

Do roku 1999 sa do online obchodovania stihlo zapojiť aspoň šesť miliónov ľudí – a približne desatina z nich sa zapájala do „denného obchodu“, teda využívala internet na bleskový nákup a predaj akcií. Všetci si prehadzovali akcie ako horúce zemianky: skúšal to každý, od divy šoubiznisu Barbry Streisandovej až po Nicholasa Birbasa, 25-ročného bývalého čašníka z newyorského Queensu. „Predtým,“ posmieval sa Birbas, „som investoval dlhodobo a zistil som, že to nie je múdre.“ Teraz Birbas obchodoval s akciami až desaťkrát denne a očakával, že za rok zarobí 100 000 dolárov. „Rozčuľuje ma pohľad na červenú farbu v stĺpci ziskov a strát,“ burácala Streisandová v rozhovore pre Fortune. „Som býk, takže reagujem na červenú. Ak vidím červenú, akcie rýchlo predávam.“^V

Finančné weby a televízne kanály, ktoré nepretržite prelievali údaje o akciách do barov a holičstiev, kuchýň a kaviarní, taxíkov a zastávok nákladných áut, zmenili burzu na nepretržitú národnú videohru. Verejnosti sa zdalo, že je o trhoch informovanejšia ako kedykoľvek predtým. Zatiaľ čo sa však ľudia topili v údajoch, vedomosti boli v nedohľadne. Akcie sa úplne oddelili od spoločností, ktoré ich emitovali – boli to čisté abstrakcie, len body, ktoré sa pohybovali po televíznej alebo počítačovej obrazovke. Ak sa pohybovali smerom nahor, nebolo nič dôležitejšie.

20. decembra 1999 spoločnosť Juno Online Services predstavila priekopnícky obchodný plán: zámerne stratíť čo najviac peňazí. Oznámila, že odteraz bude ponúkať všetky svoje maloobchodné služby zadarmo – bez poplatkov za e-mail či za prístup na internet – a že v nasledujúcom roku vynaloží ďalšie milióny dolárov na reklamu. V priebehu dvoch dní od tohto vyhlásenia o podnikovom harakiri vyleteli akcie spoločnosti Juno prudko nahor z 16,375 USD na 66,75 USD.^{VI}

Prečo sa obťažovať zisťovaním, či je podnik ziskový, aký tovar alebo služby vyrába, kto je v jeho manažmente, alebo ako sa podnik vôbec volá? Všetko, čo ste potrebovali vedieť o akciách, bol chytľavý kód ich obchodných symbolov: CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN.^{VII} Takto ste ich mohli kúpiť ešte rýchlejšie, bez otravného dvojsekundového zdržania pri hľadaní v internetovom vyhľadávači. Koncom

V Namiesto pozorovania hviezd by sa Streisandová mala venovať Grahamovi. Inteligentný investor sa nikdy nezabavuje akcií len preto, že ich cena klesla, ale vždy sa najprv pýta, či sa zmenila hodnota kľúčových obchodných aktivít danej spoločnosti.

VI O 12 mesiacov neskôr sa akcie spoločnosti Juno scvrkli na 1,093 USD.

VII Obchodný symbol (angl. ticker symbol) je skratka názvu spoločnosti, ktorá sa zvyčajne skladá z jedného až štyroch písmen a používa sa ako identifikátor akcie na účely obchodovania.

roka 1998 sa akcie malej, zriedkavo obchodovanej spoločnosti Temco Services, ktorá sa zaoberá údržbou budov, pri rekordne vysokom objeme za niekoľko minút takmer strojnásobili. Prečo? Tisíce obchodníkov si v rámci bizarnej formy finančnej dyslexie kúpili akcie Temco po tom, čo si pomylili jej symbol TMCO so symbolom spoločnosti Ticketmaster Online (TMCS), miláčika internetu, ktorého akcie sa v ten deň začali prvýkrát verejne obchodovať.^I

Oscar Wilde vtípkoval, že cynik „pozná cenu všetkého a hodnotu ničoho“. Podľa tejto definície je akciový trh vždy cynický, ale koncom 90. rokov by jeho cynizmus šokoval azda aj samotného Oscara. Jediný polovičatý názor na cenu mohol zdvojnásobiť hodnotu akcií spoločnosti, aj keď jej skutočná hodnota zostala úplne neprebádaná. Koncom roka 1998 Henry Blodget, analytik spoločnosti CIBC Oppenheimer, varoval, že „ako pri všetkých akciách Internetu, aj v prípade oceňovania ide jednoznačne viac o umenie ako o vedu“. Potom, vyzbrojený iba predpokladom budúceho rastu, jedným šmahom zvýšil svoju „cieľovú cenu“ akcií webu Amazon.com zo 150 na 400 dolárov. Amazon.com v ten deň vzrástol o 19 % a napriek Blodgetovým nárekom, že jeho cieľová cena mala byť iba ročnou prognózou, sa za tri týždne vyšplhal nad 400 USD. Walter Piecyk, analytik spoločnosti PaineWebber, o rok neskôr predpovedal, že akcie spoločnosti Qualcomm dosiahnu v nasledujúcich 12 mesiacoch hodnotu 1 000 USD za akciu. Akcie, ktoré už v tom roku vzrástli o 1 842 %, v ten deň vzrástli o ďalších 31 % a dosiahli 659 USD za akciu.^{II}

Od pravidiel k prepadákom

Obchodovanie akoby nebolo zajtrajška, však nie je jedinou formou špekulácie. Zhruaba v ostatnom desaťročí ľudia presadzovali, popularizovali a následne zatracovali jeden špekulatívny vzorec za druhým. Všetky mali niekoľko spoločných črt – Je to rýchle! Je to jednoduché! A nebude to ani trochu bolieť! – a všetky ignorovali aspoň jeden z Grahamových rozdielov medzi investovaním a špekuláciou. Tu je niekoľko módnych vzorcov, ktoré sa neosvedčili:

1. Výplata podľa kalendára. Takzvaný „januárový efekt“, tendencia malých akcií dosahovať veľké zisky na prelome rokov, sa tešil veľkej obľube v odborných článkoch a knihách publikovaných v 80. rokoch 20. storočia. Tieto štúdie ukazovali, že ak ste v druhej polovici decembra investovali do malých akcií a držali ich až do januára, mohli ste poraziť trh o päť až desať percentuálnych bodov. To mnohých odborníkov ohromilo. Veď keby to bolo také jednoduché, určite by sa o tom všetci dozvedeli, veľa ľudí by to robilo a príležitosť by zanikla.

Čo spôsobovalo tento januárový skok? Po prvé, mnohí investori koncom roka predávajú najhoršie akcie s cieľom zafixovať straty, ktoré im môžu pomôcť znížiť daň. Po druhé, profesionálni správcovia peňazí sú koncom roka opatrnejší a snažia sa

I Nešlo o ojedinelý prípad; koncom 90. rokov minulého storočia obchodníci prinajmenšom trikrát poslali nahor nesprávnu akciu, keď si pomylili jej symbol s novovzniknutou internetovou spoločnosťou.

II V rokoch 2000 a 2001 stratili spoločnosti Amazon.com a Qualcomm kumulatívne 85,8 %, resp. 71,3 % svojej hodnoty.

zachovať si výkonnejšie tituly (alebo minimalizovať množstvo menej výkonných titulov). Preto sa zdráhajú kupovať (alebo dokonca držať) klesajúce akcie. Ak je navyše klesajúca akcia malá a neznáma, finančný manažér ju bude ešte menej ochotne uvádzať v koncoročnom zozname držaných titulov. Všetky tieto faktory robia z malých akcií krátkodobu výhodnú kúpu; keď sa v januári zastaví predaj motivovaný daňovými optimalizáciami, zvyčajne sa odrazia a prinesú silný a rýchly zisk.

Januárový efekt celkom nezanikol, stratil však na sile. Podľa profesora financií Williama Schwerta z Rochesterskej univerzity platí, že ak by ste nakúpili malé akcie koncom decembra a predali ich začiatkom januára, v rokoch 1962 až 1979 by ste trh porazili o 8,5 percentuálneho bodu, v rokoch 1980 až 1989 o 4,4 bodu a v rokoch 1990 až 2001 o 5,8 bodu.^{III} Keďže sa o januárovom efekte dozvedelo viac ľudí, viac obchodníkov kupovalo malé akcie v decembri, čím sa stali menej výhodnými a klesli aj ich výnosy. Januárový efekt je okrem toho najväčší medzi najmenšími akciami – podľa spoločnosti Plexus Group, poprednej autority v oblasti maklérskeho nákladov, však môžu celkové náklady na nákup a predaj takýchto malých akcií dosiahnuť až 8 % z danej investície.^{IV} Bohužiaľ, kým zaplatíte svojmu maklérovi, všetky zisky z januárového efektu sa rozplynú.

2. Robte to, čo funguje. V roku 1996 vydal neznámy finančný manažér James O'Shaughnessy knihu s názvom *Čo funguje na Wall Street*. Tvrdil v nej, že „investori si môžu počínať oveľa lepšie ako trh“. O'Shaughnessy vyslovil ohromujúce tvrdenie: „Od roku 1954 do roku 1994 ste mohli premeniť 10 000 dolárov na 8 074 504 dolárov a prekonať trh viac ako desaťnásobne, s priemerným ročným výnosom 18,2 %. Ako? Kúpou koša 50 akcií s najvyššími jednoročnými výnosmi, ktorých zisky rástli päť rokov po sebe a ktorých cena bola nižšia ako 1,5-násobok ich podnikových príjmov.“^V O'Shaughnessy, na ktorého medzitým začali ľudia pozeráť ako na Edisona z Wall Street, získal na „automatické stratégie“ americký patent č. 5978778 a na základe svojich zistení uviedol na trh skupinu štyroch podielových fondov. Do konca roka 1999 tieto fondy od verejnosti vytiahli vyše 175 miliónov dolárov a vo výročnom liste akcionárom O'Shaughnessy veľkolepo vyhlásil: „Ako vždy dúfam, že sa nám spoločne podarí dosiahnuť dlhodobé ciele. Stačí, ak budeme pokračovať v nastúpenom kurze a budeme sa držať overených investičných stratégií.“

„To, čo funguje na Wall Street“, však prestalo fungovať hneď po tom, ako to O'Shaughnessy zverejnil. Obrázok 1-2 ukazuje, že dva z jeho fondov boli také pochybné, že začiatkom roka 2000 zanikli a celkový akciový trh (meraný indexom S&P 500) štyri roky po sebe takmer bez prestávky valcoval všetky O'Shaughnessyho fondy.

V júni 2000 sa O'Shaughnessy priblížil k vlastným „dlhodobým cieľom“ tým, že fondy odovzdal novému správcovi a nechal svojich zákazníkov, aby sa postarali sami

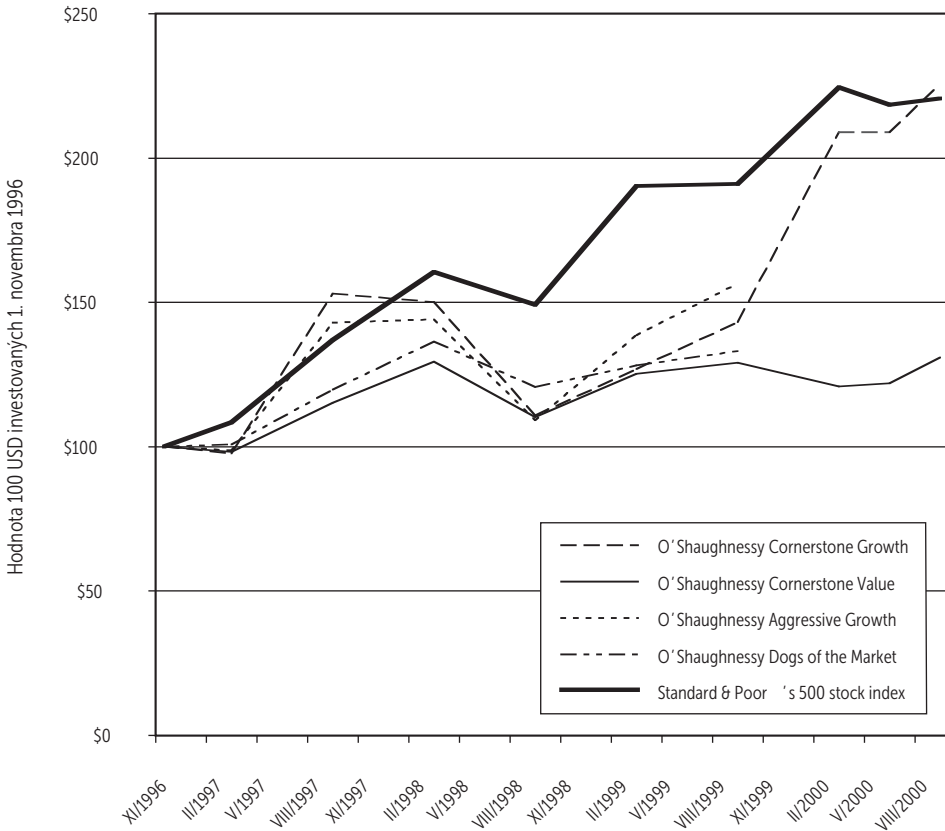
III Schwert tieto zistenia rozoberá v brilantnom výskumnom článku „Anomálie a efektívnosť trhu“, ktorý je k dispozícii na adrese <http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm>.

IV Pozri komentár Plexus Group 54, „Úradné ťadovce transakčných nákladov“, január 1998, na www.plexusgroup.com/fs_research.html.

V James O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (McGraw-Hill, 1996), s. xvi, 273 - 295.

o seba aj s týmito „overenými investičnými stratégiami“.^{VI} O’Shaughnessyho akcionári by možno boli menej rozčúlení, keby dal svojej knihe presnejší názov – napríklad *Čo fungovalo na Wall Street... kým som nenapísal túto knihu*.

OBRÁZOK 1-2: Čo fungovalo na Wall Street...



3. Riadte sa princípom „šialenej štvorice“. V polovici 90. rokov minulého storočia sa na webovej stránke Motley Fool (a v niekoľkých knihách) objavila stratégia s názvom „The Foolish Four“ (slov. „šialená štvorica“). Podľa Motley Fool vám na to, aby ste „pozametalí s trhovými priemermi za posledných 25 rokov“ a „rozdrvili podielové fondy“ stačilo venovať „len 15 minút ročne“ plánovaniu investícií. Najlepšie zo všetkého je, že táto technika bola „minimálne riziková“. Mali ste postupovať takto:

VI Pozoruhodnou iróniou je, že dva fondy O’Shaughnessy, ktoré prežili (teraz známe ako fondy Hennessy), začali dosahovať celkom dobré výsledky hneď po tom, čo O’Shaughnessy oznámil presun správy pod inú spoločnosť. Akcionári fondov boli celkom bez seba. V diskusnej miestnosti na stránke www.morningstar.com sa jeden z nich rozčúľoval: „Myslím, že pre O’S-a znamená ‚dlhodobý‘ nanajvýš tri roky... presne viem, čo prežívate. Aj ja som veril O’S-ovej stratégii. Povedal som o fonde aj niekoľkým priateľom a príbuzným a som rád, že na mňa napokon nedali.“

Vezmite si päť akcií z indexu Dow Jones Industrial s najnižšími cenami akcií a najvyššími dividendovými výnosmi.

1. Tú s najnižšou cenou vyradíte.
2. Vložte 40 % prostriedkov do akcie s druhou najnižšou cenou.
3. Vložte po 20 % do každej z troch zvyšných akcií.
4. O rok neskôr zoradíte DJI rovnakým spôsobom a obnovte portfólio podľa krokov 1 až 4.
5. Opakujte, kým nezbohatnete.

Motley Fool tvrdí, že v priebehu štvrtstoročia by táto technika prekonala trh o pozoruhodných 10,1 percentuálneho bodu ročne. V nasledujúcich dvoch desaťročiach by podľa tohto webu malo 20 000 dolárov investovaných do „šialenej štvorice“ vyrásť až na 1 791 000 dolárov. (Navyše tvrdil, že by sa dalo dosiahnuť ešte viac, ak by ste vybrali päť akcií DJI s najvyšším pomerom dividendového výnosu k druhej odmocnine z ceny akcie, vyhodili tú s najvyšším výsledkom a nakúpili nasledujúce štyri.)

Zvážme, či by táto „stratégia“ mohla spĺňať Grahamove definície investície:

- Aká „dôkladná analýza“ by mohla ospravedlniť vyradenie akcie s najatraktívnejšou cenou a dividendou a ponechanie štyroch akcií s nižším skóre týchto atraktívnych vlastností?
- Ako môže byť vloženie 40 % prostriedkov do jednej akcie „minimálne rizikovou“ operáciou?
- Ako môže byť portfólio štyroch akcií dostatočne diverzifikované na to, aby poskytovalo „bezpečnosť istiny“?

Stratégia šialenej štvorice teda predstavovala jeden z najpochabnejších spôsobov výberu akcií vôbec. Partia z Motley Fool urobila rovnakú chybu ako O'Shaughnessy: ak sa budete dostatočne dlho pozeráť na veľké množstvo údajov, objaví sa obrovské množstvo vzorcov – hoci iba náhodných. Len dielom náhody budú mať spoločnosti s nadpriemernými výnosmi z akcií veľa spoločných črt. Ak však tieto črty priamo neprispievajú k nadpriemernej výkonnosti akcií, nemožno prostredníctvom nich predpovedať budúce výnosy.

Žiadny z postupov, ktoré Motley Fool s takou pompou „objavil“ – vyradenie akcie s najlepším skóre, zdvojnásobenie množstva akcií s druhým najvyšším skóre, vydeľenie dividendového výnosu druhou odmocninou z ceny akcie –, by nemohol spôsobiť alebo vysvetliť budúcu výkonnosť akcie. Časopis Money Magazine zistil, že portfólio zložené z akcií, ktorých názvy neobsahovali žiadne opakujúce sa písmená, by dosiahlo takmer rovnakú výkonnosť ako stratégia šialenej štvorice, a to z rovnakého dôvodu – z číreho šťastia.^{VII} Graham nám ustavične pripomína, že akcie sa môžu v budúcnosti vyvíjať dobre alebo zle podľa toho, či a ako sa darí podnikom, ktoré za nimi stoja – nič viac a nič menej.

VII Pozri Jason Zweig, „False Profits“, Money, august 1999, s. 55-57. Dôkladnú diskusiu o stratégii šialenej štvorice nájdete aj na stránke www.investorhome.com/fool.htm.

Stratégia šialenej štvorice s trhom nepozametala. Pozametala zato s tisíckami ľudí, ktorí sa nechali oklamať a uverili, že ide o formu investovania. Len v roku 2000 stratili akcie šialenej štvorice (Caterpillar, Eastman Kodak, SBC a General Motors) až 14 %, zatiaľ čo Dow ako taký klesol len o 4,7 %.

Tieto príklady poukazujú na to, že na Wall Street jestvuje len jedno, čomu medvedí trh nikdy neublíži: hlúpe nápady. Každý z týchto takzvaných investičných prístupov sa stal obeťou Grahamovho zákona. Všetky mechanické vzorce dosahovania vyššej výkonnosti akcií sú formou „istého sebazničujúceho procesu podobného zákonu klesajúcich výnosov“. Existujú dva dôvody, prečo výnosy slabnú. Ak vzorec vychádzal len na náhodných štatistických poryvoch (ako princíp šialenej štvorice), čas ukáže, že od samého začiatku išlo o nezmysel. Ak však vzorec v minulosti skutočne fungoval (ako napríklad januárový efekt), jeho zverejnením trhoví odborníci vždy oslabujú – obyčajne dokonca zničia – jeho efektívnosť v budúcnosti.

To všetko posilňuje Grahamovo varovanie, že k špekuláciám musíte pristupovať rovnako ako skúsení hráči k návštevám kasína:

- Nikdy si nesmiete namýšľať, že investujete, keď špekulujete.
- Špekulácie sa stávajú smrteľne nebezpečnými vo chvíli, keď ich začnete brať vážne.
- Musíte si stanoviť prísne limity na sumu, ktorú ste ochotní staviť.

Podobne ako rozumní hráči, ktorí si do kasína so sebou vezmú napríklad 100 dolárov a zvyšné peniaze nechajú pekne zamknuté v hotelovom trezore, aj inteligentný investor vyčlení malú časť celkového portfólia ako účet na „peňažné bláznovstvá“. Maximálna prípustná suma, ktorú môžeme vystaviť špekulatívnemu riziku, pre väčšinu z nás tvorí 10 % celkového majetku. Nikdy nemiešajte peniaze zo špekulatívneho účtu s tými na investičných účtoch, nedovoľte špekulatívnemu mysleniu prenikať do investičných aktivít a nikdy „peňažným bláznovstvám“ nevenujte viac ako 10 % svojho majetku, nech sa deje čokoľvek.

V dobrom i zlom je hráčsky inštinkt súčasťou ľudskej prirodzenosti. Pre väčšinu ľudí je preto zbytočné snažiť sa ho potlačiť. Musíte ho však mierniť a krotiť: to je najlepší spôsob, ako sa nikdy nenechať oklamať a nezamieňať si špekuláciu s investíciou.

