

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

— WARREN E. BUFFETT

ZÁŠADNÍ KNIHA O HODNOTOVÉM INVESTOVÁNÍ

INTELIGENTNÍ INVESTOR

TŘETÍ VYDÁNÍ

Prodáno více než milion výtisků!

BENJAMIN GRAHAM

S NOVÝMI DODATKY JASONA ZWEIGA

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

— WARREN E. BUFFETT

ZÁŠADNÍ KNIHA O HODNOTOVÉM INVESTOVÁNÍ

INTELIGENTNÍ INVESTOR

TŘETÍ VYDÁNÍ

Prodáno více než milion výtisků!

BENJAMIN GRAHAM

S NOVÝMI DODATKY JASONA ZWEIGA

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

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

Nakladatelství děkuje za pečlivé lektorování
Ing. Danielu Gladišovi.

Edice Investice

Benjamin Graham

s dodatky Jasona Zweiga

Inteligentní investor

Třetí vydání

Zásadní kniha o hodnotovém investování

Přeloženo z anglického originálu The Intelligent Investor.

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

Grateful acknowledgment is made for permission to reprint:

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

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

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

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

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

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

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

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

Vydala GRADA Publishing, a.s.

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

Realizace obálky Vojtěch Wagner

Sazba Jan Šístek

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

Jazyková úprava PhDr. Milan Pokorný

Počet stran 480

Třetí vydání, Praha 2025

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

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

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

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

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

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

Obsah

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

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

Přehled tabulek a obrázků

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

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

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

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

Předmluva k českému vydání

Benjamin Graham

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

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

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

Daniel Gladiš, 2007

Předmluva Warrena E. Buffetta k revidovanému vydání

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

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

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

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

Benjamin Graham (1894–1976)

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

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

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

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

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

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

Přetištěno z Financial Analysts Journal, listopad / prosinec 1976

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



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

Benjamin Graham v poznámce Jasona Zweiga

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

Chinua Achebe¹

Kdo byl Benjamin Graham a proč byste mu měli naslouchat?

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

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

Jak chytrý Graham ve skutečnosti byl?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Čtyři stavební kameny

Graham zdůrazňuje čtyři klíčové zásady:

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

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

TABULKA 0-1 Akcie vs. Podniky

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

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

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

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

Všechny Grahamovy původní kapitoly zůstávají beze změn.⁵

⁴ Viz Kapitola 8.

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

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

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

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