

Naučte se investovat

2. rozšířené vydání

Daniel Gladiš

Naučíte se

jak správně vybírat levné akcie

*jak se vyhnout rizikům,
spekulacím i chybám*

*jak se orientovat mezi
investičními strategiemi*

kdy prodávat

jak zvládnout své emoce

akciová společnost
IČO: 223, PSC: 28057
MČic.: B 0178
01 37 90

AKCIE NA MAJITELE
VE JIMENOVITÉ HODNOTĚ
900 Kč
DEVĚT SET KORUN ČESKÝCH

Zakladatel kapitálové společnosti (na 315 103 100 Kč)
je rozdělen na 350 19 kusů akcií na majitele ve jmenovité hodnotě 900 Kč.
Všechny příjmy majitelů vedlejší práva podle přílohy zákona a stanov společnosti.
V Praze 19. prosince 2001

finance

GRADA

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**.

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoliv neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umístování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.



Obsah

Předmluva ke druhému rozšířenému vydání

1.	Úvod	7
2.	Investice a spekulace	11
2.1	Uvěření v efektivitu trhu	12
2.2	Mylné chápání rizika	16
2.3	Investování do trhů místo do akcí	18
2.3.1	Margin of safety	21
2.3.2	Diverzifikace	23
2.3.3	Benchmarking	26
2.4	Dobrá společnost není totéž co dobrá investice	28
2.5	Akcie je podíl na podnikání	30
2.6	Nebezpečí příliš sofistikovaného přístupu	31
	Shrnutí	33
3.	Vnitřní hodnota	35
3.1	Finanční výkazy	36
3.1.1	Rozvaha	37
3.1.2	Výkaz zisku a ztráty	37
3.1.3	Výkaz toků hotovosti (cash flow)	42
3.1.4	Výkaz vlastního kapitálu	42
3.1.5	Trendy ve finančních výkazech	42
3.1.6	Základní poměrové ukazatele	48
3.2	Časová hodnota peněz	50
3.3	Stanovení vnitřní hodnoty	51
3.3.1	DCF modely	51
3.3.1.1	Diskontní sazba	55
3.3.2	Relativní modely	60
	Shrnutí	64
4.	Investiční filozofie a strategie	67
4.1	Růstová filozofie	68
4.2	Hodnotová filozofie	70
4.3	Časování trhu	71
4.4	Arbitráž	72
4.5	Aktivní obchodování	74
4.6	Technická analýza	75
4.7	Jak vybírat jednotlivé akcie	77
4.8	Hodnotový screening	79
4.8.1	První kritérium	79
4.8.2	Druhé kritérium	82
4.8.3	Třetí kritérium	83
4.8.4	Čtvrté kritérium	85
4.8.5	Páté kritérium	86
4.8.6	Šesté kritérium	86

4.8.7	Co dál s vybranými akciemi?	87
	Shrnutí	90
5.	Investiční proces	91
5.1	Screeningové aplikace	91
5.2	Screening pomocí šesti kritérií	92
5.3	Ruční posouzení vybraných společností	95
5.3.1	Jones Apparel Group (JNY)	96
5.4	Kdy prodávat	108
5.4.1	Prodeje a daně	110
	Shrnutí	111
6.	Psychologie investování	113
6.1	Interní chyby	113
6.1.1	Přílišná sebedůvěra	114
6.1.2	Dispoziční efekt a odpor ke ztrátám	115
6.1.3	Mentální účtování	116
6.1.4	Iluze platnosti a naivní extrapolace	117
6.1.5	Heuristika a reprezentativnost	118
6.1.6	Přehnané reakce	119
6.1.7	Chybné přisuzování zásluh	120
6.2	Externí chyby	121
6.2.1	Vliv investičních profesionálů	122
6.2.2	Vliv médií	125
6.2.3	Vliv internetu	127
6.2.4	Vliv masového chování investorů	129
6.3	Zeitgeist	131
	Shrnutí	131
7.	Závěrem	133
7.1	Trh jako celek	133
7.2	Kolik akcií a kolik obligací?	134
7.3	Měnové riziko	140
7.4	Daně, inflace a transakční náklady	141
7.5	Mám si koupit podílové fondy?	144
7.6	Načasování investic do fondů	146
7.7	Hedge fondy	148
7.8	Naučte investovat sebe i své děti	150
8.	Zatím šlo jen o špičku ledovce...	153
8.1	Indexování	153
8.2	Benchmarking	157
8.3	Alfa	160
8.4	Long vs. Short	162
8.5	Shrnutí	164
	Přehled tabulek a obrázků	165
	Seznam literatury	166
	Rejstřík	170

Předmluva ke druhému rozšířenému vydání

Když bylo zhruba před rokem připraveno do tisku první vydání, netrpělivě jsme očekávali, jak si tato původní česká kniha o investování povede na českém a slovenském knižním trhu. Zájem čtenářů předčil naše očekávání, publikace se začala velmi rychle prodávat, dokonce se stala nejprodávanější ve svém oboru, a tak již po několika málo měsících bylo zřejmé, že první náklad bude brzy rozebrán. Zvažovali jsme tedy otázku co dál: Druhé vydání, dotisk?

Od prvního vydání uplynul teprve rok, což je příliš krátká doba na to, aby se kniha přepracovávala či aktualizovala. Než se čtenáři dočkají další nové knihy a protože myšlenky a návody v této knize mají delší a obecnější platnost, zvolili jsme nakonec variantu rozšířit vydání.

Text prvního vydání zůstává beze změn (s výjimkou úprav a změn některých internetových adres v kapitole 5, které si vynutilo spojení společností Reuters a Multex). Druhé vydání je rozšířeno o novou kapitolu. První vydání obsahuje jakýsi základní návod, jak na trh pohlížet a jak se na něm pohybovat, v nové kapitole „Zatím šlo jen o špičku ledovce...“ jsou shrnuta některá další témata a naznačeno, jakými dalšími cestami se může investor ubírat. Pootevřívá dveře do dalších tajných komnat investování a snaží se nasměrovat čtenáře k pokročilejším úvahám a k dalšímu studiu.

Hodně moudrých rozhodnutí přejí autor a redaktorka

leden 2005

1. Úvod

Mnoho lidí má k investování do cenných papírů averzi. Ta často pramení ze špatných zkušeností, z neznalosti nebo z předsudků. Špatnou zkušenost s něčím, co se týká peněz, prožilo za posledních patnáct let od revoluce mnoho Čechů. Četné pády bank, kampeliček, vytunelované fondy z kupónové privatizace a podvody některých obchodníků s cennými papíry k tomu daly dost příležitostí.

Když se ke všemu ještě přidá hluboký pokles akciových trhů od jara 2000 až do jara 2003, který činil na všech hlavních trzích několik desítek procent, a byl tak zřejmě druhým největším medvědíím trhem od dob velké deprese v letech 1929–1932, pak se nelze divit, že mnoho lidí se do investování zrovna nehne. Díky těmto špatným zkušenostem a často i díky určitým neznalostem z oblastí financí a investic vznikají u lidí předsudky. Mnohým se pak zdá, že vydělávat peníze investováním do cenných papírů buď vůbec nejde nebo alespoň ne poctivě, že je to činnost, která je určena jen úzkému okruhu lidí a že normální člověk bude vždy na straně těch, kteří investicemi peníze prodělají. Přitom hlavním důvodem proč lidé ztrácejí při svých burzovních spekulacích peníze není to, že by akciový trh byl sám o sobě místem podvodných transakcí nečestných burziánů. Tím důvodem je u mnoha lidí přetrvávající představa, že lze vydělat peníze bez práce a že akciový trh je právě tím vysněným místem, kde se tento zázrak dá realizovat.

V představách lidí živených často i literaturou či filmem (viz Wall Street nebo Boiler's Room, mám-li jmenovat ty nejznámější) se pak vytváří archetyp člověka – úspěšného investora. Tím je buď podvodný makléř žijící na úkor svých klientů, nebo člověk mající tajné informace, případně génius, který prostě všechno ví lépe než ostatní. Takové představy normálního člověka jen utvrzují v přesvědčení, že investování do cenných papírů není nic pro něho. Mnoho lidí má potom při pomýšlení na akcie stejné pocity, jaké vyjádřil Shakespeare v jednom ze svých sonetů: „I fear to have what I fear to lose.“ (Bojím se mít, co se bojím ztratit.) a vyhýbá se cenným papírům stejně iracionálně jako Twainova kočka studeným kamnům. Mark Twain totiž kdysi řekl o své kočce toto: „Having once sat on a hot stove, it never did so again – but it never again sat on a cold stove, either.“ (Když si jednou sedla na rozpálená kamna, už to nikdy neopakovala, ani tehdy, když byla kamna studená.)

Úspěch v investování však není vyhrazen ani podvodníkům ani géniům. Je to řemeslo jako každé jiné. Každý se ho může naučit tak, aby byl úspěšný. Všichni nebudou dosahovat stejných úspěchů. Důležité však je uvědomit si, že úspěch v investování, ostatně stejně jako ve většině dalších věcí, nezávisí na štěstí, ale na pílí a odhodlání jednotlivce. Všechno máte ve svých rukou. I to, zda se stanete úspěšným investorem. Nepotřebujete k tomu ani křišťálovou kouli ani noci strávené nad účetními výkazy společností. Když se naučíte investovat, můžete pak úspěšně řídit své investice s relativně malým úsilím a s klidným spánkem. Prál bych si, aby vám k tomu pomohla i tato kniha.

Snažil jsem se ji psát maximálně jednoduše a srozumitelně a do teorie zabíhat jen pokud to bylo nezbytné, ne samoučelně, ale tam, kde je teorie přímo použitelná v praxi. Kniha je uspořádána do 8 kapitol, včetně této první mikrokapitoly.

Ve druhé kapitole se naučíme rozlišovat mezi investicemi a spekulacemi a naučíme se spekulacím vyhýbat. Položíme základy pro další kapitoly především rozebráním otázek týkajících se efektivity trhu, pojetí rizika, diverzifikace, investic do trhů jako celku, vysvětlíme si základní princip moudrého investičního přístupu – bezpečnostní polštář.

Ve třetí kapitole se budeme zabývat vnitřní hodnotou akcie. Začneme přehledem základních finančních výkazů a základy jejich analýzy. Dále jsou rozebrány dva základní přístupy stanovení vnitřní hodnoty – modely založené na současné hodnotě budoucího cash flow a modely srovnávací.

Čtvrtá kapitola je zaměřena na investiční filozofii a strategii. Obsahuje přehled hlavních investičních filozofií a návod jak vybírat vhodné akcie pomocí šesti kritérií tzv. hodnotového screeningu.

Pátá kapitola obsahuje popis samotného investičního procesu. Praktické použití hodnotového screeningu je doplněno o ruční posouzení vybraných akcií.

Šestá kapitola je věnována psychologii investování. Učí rozpoznávat vlastní chyby i chyby ostatních, porozumět jejich příčinám a vyhýbat se jim.

Sedmá kapitola obsahuje soubor dílčích témat, která jsou sice pro investování důležitá, ale rozsah této publikace jim neposkytuje více prostoru. Jde zejména o otázky spojené s alokací aktiv, měnovým rizikem, daněmi,

inflací, transakčními náklady, investicemi prostřednictvím podílových fondů apod.

(Osmá kapitola byla napsána až pro druhé rozšířené vydání a naznačuje, jakými dalšími cestami se může investor ubírat.)

Tato kniha se nezabývá otázkou ZDA a PROČ investovat do cenných papírů, protože se předpokládá, že čtenář již prošel touto hamletovskou fází myšlenkového vývoje, a proto se snaží dát odpověď na otázku JAK investovat do cenných papírů. Kniha se nezabývá celkovou finanční situací čtenáře, nýbrž jen tou částí jeho financí, která souvisí s investicemi do cenných papírů, především potom do akcií. Hlavní těžiště knihy spočívá v návodu, jak správně vybírat jednotlivé akcie. Budu velmi rád, když vám tento text pomůže zvládnout investiční řemeslo. Stejně tak budu rád, když mi své případné postřehy a komentáře pošlete na adresu investor@gladis.cz.

Daniel Gladiš, leden 2004

2. Investice a spekulace

Benjamin Graham, pionýr odvětví analýzy cenných papírů a učitel řady úspěšných investorů, se již v roce 1934 ve své knize *Security Analysis* (Analýza cenných papírů) pokusil definovat, co je investice a co je spekulace: „Investiční operace je taková operace, která po důkladné analýze slibuje bezpečnost vkladu a přiměřený výnos. Operace, které nesplňují tyto podmínky, jsou spekulace.“

Mimochodem, když se nejbohatší člověk planety Bill Gates zeptal druhého nejbohatšího člověka planety, úspěšného investora Warrena Buffeta, co by mu poradil v otázce investování, Buffet údajně odpověděl: „Čti knihy Benjamina Grahama.“ Warren Buffet sám byl Grahamovým žákem, šel v jeho stopách a jeho několik desítek miliard dolarů majetku dokazuje, že se něco naučil.

Většina lidí, kteří se snaží pohybovat na kapitálových trzích, se pokládá za investory, ale ve skutečnosti se podle Grahamovy definice řadí spíše mezi spekulanty. Samozřejmě, že jsou mezi nimi skuteční a vědomí spekulanti a nic proti nim, pokud vědí, co dělají a chtějí to tak dělat. Avšak drtivá většina lidí, ať už investičních profesionálů nebo ama-, či poloamatérů, má snahu být *investorem*. Zdaleka ne každému se to ovšem daří. Proč? Protože způsob výběru jejich investic v sobě obsahuje příliš mnoho spekulativních prvků. Není těžké se jim vyhnout, ale jsou k tomu potřeba dvě věci. Vědět jak, což je možná překvapivě to jednodušší, a potom mít v sobě vůli a disciplínu, která vám pomůže držet se vašich investičních pravidel a nepodlehnout vábení Sirén spekulací. A to je mnohem těžší, i když to tak asi na první pohled nevypadá.

Na spekulacích samotných není nic špatného. Spekulovat není ani neetické ani nemorální a ani ilegální. V řadě případů lze dokonce argumentovat tím, že spekulace prospívají trhům, že pomáhají vyrovnávat nerovnováhu mezi nabídkou a poptávkou, že přispívají k rychlejšímu a efektivnějšímu fungování trhu a že přinášejí trhu likviditu. To je vše pravda a dá se tedy říci, že existence spekulantů a jejich transakce mohou být z určitého pohledu obecně prospěšné. Pro většinu investorů a potenciálních investorů je však lepší, když se spekulacím vyhnou. Zaměřovat investice za spekulace je nejčastější chyba lidí pohybujících se na kapitálových trzích. Tato obecná chyba se může projevovat v mnoha různých manifestacích a kombinacích. O jednotlivých podobách obecné záměny investice a spekulace je tato kapitola.

2.1 Uvěření v efektivitu trhu

Zásadním teoretickým sporem, který přesahuje z akademické půdy do praxe, je spor o to, zda a nakolik je trh efektivní. Teoretický základ Teorie efektivního trhu (Efficient market theory, EMT) spočívá na třech základních argumentech. Za první, o investorech se předpokládá, že jsou racionální a že racionálně oceňují i cenné papíry. Za druhé, pokud vůbec existují i iracionální investoři, jejich transakce jsou náhodné a navzájem se vyruší. Za třetí, v případě, že by iracionální investoři byli iracionální navzájem podobným způsobem, jejich vliv je vyvážen racionálními účastníky trhu provádějícími arbitráž a tím se eliminuje vliv iracionálních investorů na ceny.

Racionální investoři okamžitě promítají všechny dostupné informace do ceny cenného papíru. Současnou hodnotu budoucích toků hotovosti své investice diskontují podle její míry rizika a tím se dostanou k fundamentální hodnotě cenného papíru. Pokud se objeví kladná zpráva, investoři hned posunou fundamentální hodnotu cenného papíru nahoru a pokud se objeví záporná zpráva, pak posunou fundamentální hodnotu dolů. Samotná efektivita trhu má tři formy. Slabou, polosilnou a silnou v závislosti na tom, jaký druh informací investoři znají. Při slabé efektivitě znají investoři jen historické hodnoty cen a výnosů cenných papírů, při polosilné efektivitě mají všechny veřejně dostupné informace a při silné efektivitě mají investoři i neveřejné informace.

V zásadě lze souhlasit s touto částí EMT, která tvrdí, že investoři zahrnují veškeré dostupné informace do cen akcií. Informace jsou dnes dostupné velmi rychle a velmi levně široké veřejnosti a i přesto, že existují a jsou využívány neveřejné materiální informace (insider information) a i přesto, že lze pečlivou analýzou odkrýt, domyslet nebo vytušit informace, které veřejnost nemá, existuje na trhu poměrně velká *informační* efektivita. Samotný fakt, že investoři mají a zohledňují dostupné informace, však zdaleka neznamená, že na jejich základě *oceňují* akcie správně. Toto je velká myšlenková zkratka. Před více než 300 lety napsal René Descartes ve svém Discours de la Méthode: „Ce n'est pas assez d'avoir l'esprit bon, mais le principal est de l'appliquer bien.” Volně přeloženo pro náš případ to znamená, že nestačí mít všechny informace, podstatné je, jak se použijí.

Toto všechno zní poměrně dost akademicky a můžete se ptát, jaký to má vlastně praktický dopad pro jedince – investora? Poměrně značný. V pří-

padě, že Teorie efektivního trhu platí, pak má tři hlavní dopady, kterým se nelze vyhnout:

- Trh je efektivní a není možno dlouhodobě dosahovat systematicky vyšších výnosů, než je výnos trhu.
- Riziko se měří tím, o kolik se změnila volatilita portfolia přidáním jednoho dalšího cenného papíru spíše, než tím, co by vyžadoval selský rozum a tedy pravděpodobností ztráty vložené částky. (Volatilita je náchylnost cenného papíru, komodity či trhu prudce stoupat nebo klesat v ceně v krátkém období.)
- Nejlepší strategie pro investory je koupit širokou část trhu, nejlépe index a ten kombinovat s hotovostí jako bezrizikovým aktivem v takovém poměru, aby výsledné celkové riziko bylo podle představ investora.

Investor, který by se měl řídit Teorií efektivního trhu, by nutně musel rezignovat na pokusy najít podhodnocené cenné papíry. Nesnažil by se je vůbec vyhledávat, protože podle Teorie efektivního trhu pravděpodobnost, že se mu podaří najít podhodnocený cenný papír, je 50:50. Za takovéto situace se nevyplatí vynakládat úsilí a náklady na jeho hledání. Namísto toho by se takový investor zaměřil výhradně na velmi širokou a třeba i náhodnou diverzifikaci napříč trhem za současné minimalizace transakčních nákladů. Toho by mohl dosáhnout například investováním do indexů akciových trhů.

Teorie efektivního trhu má mnoho zastánců, včetně nositelů Nobelovy ceny za ekonomii, a stejně tak má mnoho zavilých odpůrců. Než si vysvětlíme, na čem kritici této teorie zakládají své argumenty, uveďme si jeden kritický argument z kategorie selských rozumů. Bez ohledu na to, na jakých základech Teorie efektivního trhu stojí, její důsledky nabádají k tomu, že je zbytečné, aby se investoři o něco snažili. Jejich snahy totiž vyjdou naprázdno. Jakékoliv zvýšené úsilí povede jen k tomu, že se jim zvýší náklady na správu jejich portfolia, ale nezlepší se jejich výnosy. Podle Teorie efektivního trhu investoři nejsou schopni systematicky dosahovat lepších výnosů než trh a jakékoliv lepší výsledky budou dílem náhody a ne dílem jejich vlastního úsilí a vlastních dovedností. Dokonce se často uvádí úsměvný příklad, že pokud by investor poslepu naházel šipky do seznamu akcií visícího na zdi a zcela náhodně tak vybral portfolio, dosáhl by s takovým portfoliem stejného výsledku jako trh. Což samozřejmě zní poněkud absurdně, ale je to důsledek Teorie efektivního trhu.

Ale potud teorie. Teď si položme jednoduchou otázku. Je vůbec možno filozoficky přistoupit na tvrzení, že v jakékoliv lidské činnosti, ať už sportovní, duchovní nebo intelektuální (jakou je třeba investování), nemá smysl snažit se o lepší výsledek, protože jakkoliv se snažíme, stejně vždy dosáhneme jen toho co ostatní, tedy průměru? To je totiž přesně to, co Teorie efektivního trhu hlásá, pokud jde o tu oblast lidské činnosti, kterou je investování. Investování není nějaká magie nebo nějaká intelektuálně nebo společensky výjimečná činnost. Je to řemeslo jako každé jiné a lepší budou vždy ti, kteří jsou schopnější a pracovitější. Pro investora, který nevěří v efektivitu trhu, se totiž naskýtá obrovský prostor, jak z toho těžit. Představte si, že trh skutečně není efektivní a vy tomu věříte. Proti vám stojí zástupy investorů, kteří byli na svých studiích vychováni k víře v efektivitu trhu a k přesvědčení, že nelze porazit trh a tudíž ani nemá smysl se o to snažit. No řekněte, co může být krásnějšího? To je stejně jako když fotbalové mužstvo nastoupí proti jinému mužstvu, které je vychováno k víře, že nemá smysl vyvíjet nějaké nadměrné úsilí k tomu, aby vyhrálo zápas, protože v průměru stejně všechna mužstva skončí uprostřed tabulky. Kdo asi ten zápas vyhraje? Investování je taky taková forma zápasu. A čím slabšího soupeře proti sobě máte, tím větší šanci máte na výhru.

Kritika Teorie efektivního trhu nestojí samozřejmě jen na takových filozofických a nekonkrétních argumentech. Existuje řada teoretických, ale i praktických a empirických důvodů, proč se domnívat, že Teorie efektivního trhu je (alespoň částečně) mylná. Během posledních 25 let se rozvinula konkurenční teorie, tzv. Behavioral finance theory (BFT). Ta se zabývá více skutečným chováním investorů a jejich dopadem na trh. BFT si bere na hůl teoretické základy Teorie efektivního trhu a řadu z nich přesvědčivě rozporuje. Mezi základní argumenty BFT patří nedokonalost arbitráže, částečná předvídatelnost výnosů cenných papírů či krátkodobých pohybů cen (tzv. Price momentum puzzle), diskont akcií uzavřených podílových fondů vůči jejich čisté hodnotě aktiv (tzv. Closed end funds puzzle), rozdílné ceny téhož cenného papíru na různých trzích a výrazné pohyby cen za absence významnějších zpráv. BFT teoreticky i empiricky dokazuje, že ceny jednotlivých cenných papírů se mohou i na delší dobu výrazně odchýlit od své fundamentální hodnoty a tudíž je možné vyhledáváním takovýchto cenových výchylek systematicky dosahovat lepších výnosů než trh.

Investoři jednoduše nejsou racionální stroje bez pocitů. A právě jejich chyby, jejich pocity, davové nálady, celá jejich psychologie, to vše má

obrovský vliv na trh a činí ho neefektivním. Nové informace nejsou jen chladně přijaty, ale jsou *interpretovány* a tato interpretace v žádném případě není vždy racionální. Čerstvějším zprávám je přikládán větší význam v porovnání s těmi staršími, než by si zasloužily, ceny akcií společností, které oznamují nadměrný růst, jsou hnány do extrémních výšek, zatímco ceny akcií společností, jejichž výsledky přinášejí zklamání, jsou tlačeny často příliš nízko. Z dlouhodobého hlediska mají výsledky jak společností, tak jejich akcií tendenci vracet se k normálu (reversion to the mean). Přesně tak, jak zpívá Bob Dylan ve slavné své písni The Times They Are A-Changing:

„The slow one now
Will later be fast
As the present now
Will later be past
The order is
Rapidly fadin’
And the first one now
Will later be last
For the times they are a-changing.“

Pokud by trh byl skutečně tak efektivní, jak je zvykem tvrdit a jak se tomu učí na všech ekonomických vysokých školách a ceny by skutečně v každém okamžiku vyjadřovaly správnou fundamentální hodnotu akcií, jak je potom možné, že ceny akcií vykazují tak obrovskou volatilitu? Nejen jako celek, ale také vzájemně vůči sobě navzájem a dokonce velmi často i za absence jakýchkoliv zpráv, které mohly mít na jejich fundamentální hodnoty vliv? Jsem hluboce přesvědčen, že trh má daleko k tomu, aby mohl být pokládán za efektivní a že v *každém okamžiku* se na něm nachází mnoho akcií, jejichž ceny jsou výrazně vychýleny od svých fundamentálních hodnot, ať už nahoru nebo dolů, a poskytují tak inteligentním investorům možnosti dosahovat velmi uspokojujivých výnosů, výnosů výrazně lepších, než je výnos samotného trhu. Víra v to, zda trh je efektivní nebo ne, je naprosto klíčová pro zvolení správné investiční strategie. Pokud je trh efektivní, správnou strategií je široce diverzifikovat portfolio napříč trhem a takové portfolio držet. Pokud trh efektivní není, pak je správná investiční strategie založena na hledání akcií, jejichž cena se podstatně liší od své fundamentální neboli vnitřní hodnoty. Toto je zcela základní diskuze, kterou je potřeba si správně ujasnit a pochopit.

Často se setkávám s tím, že profesionální investoři na jedné straně věří v efektivitu trhu, ale současně se snaží neustále hledat podhodnocené akcie, což se podle definice Teorie efektivního trhu navzájem vylučuje. Aswath Damodaran ve své knize *Investment Philosophies* k empirické evidenci týkající se efektivnosti trhu říká: „Jeden z nejpřesvědčivějších argumentů odporujících efektivnímu trhu leží v investičních výnosech dosažovaných mnohými investory vycházejícími z učení Benjamina Grahama. Žádná pravděpodobnostní statistika nedokáže vysvětlit konzistentnost jejich nadprůměrných výnosů.“

Ve své praxi jsem se setkal i s poněkud absurdním názorem, který tvrdil, že investoři, kteří se snaží o aktivní přístup ke správě portfolia a tedy se snaží vyhledávat podhodnocené akcie, jsou levicoví, protože nevěří trhu. Toto je naprosté nepochopení věci a poměrně ojedinělý myšlenkový zkrat. Plést si *operativní* efektivitu trhu s efektivním *oceňováním* akcií je opravdu mimořádné. Pokud za efektivitu trhu budeme považovat efektivní párování nabídky a poptávky v jednom místě a okamžiku, maximální uspokojení objednávek, transparentnost a nízké transakční náklady, pak je akciový trh velmi efektivní. Je to ale jiná efektivita, než o které mluví Teorie efektivního trhu. Můžeme ji nazvat kupříkladu operativní efektivitou a o ní v podstatě není sporu. Tato operativní efektivita však nemá s efektivitou týkající se oceňování akcií nic společného.

Akciový trh jsou lidé. Lidé snažící se číst budoucnost. A právě tato typicky lidská vlastnost dělá z trhu dramatickou arénu, na které lidé prezentují a uplatňují své rozdílné názory, do které promítají své naděje a touhy, svůj strach, inteligenci i naivitu, sílu, slabost, své ideály i svou chamtivost. Něco takového nemůže být svázáno do pouček Teorie efektivního trhu.

2.2 Mylné chápání rizika

Stejně tak jako je pro investora potřebné pochopit otázky týkající se efektivnosti trhu, je nezbytné, aby si ujasnil, jak bude chápat riziko. Moderní teorie portfolia (Modern portfolio theory, MPT), která je úzce spjata s Teorií efektivního trhu, chápe totiž riziko jinak, než jak by dle mého názoru být chápáno mělo, pokud máme mluvit o investicích a nikoliv o spekulacích.

Podle MPT je riziko chápáno jako pravděpodobnost, že výnos cenného papíru bude jiný, než jaký očekáváme. V tomto pojetí je zahrnuto jak riziko horšího výnosu (downside risk), tak riziko lepšího výnosu (upside risk). Můžeme si to více přiblížit na příkladu. Představte si, že zvažujete

investici do dvou různých akcí. Obě mají očekávaný výnos 10 %. U první z nich je pravděpodobnost, že se její skutečný výnos odchýlí od očekávaných 10 % o více než polovinu, 50 %. U druhé z nich je tato pravděpodobnost jen 30 %. Pak podle MPT je druhá akcie lepší investicí, protože nabízí stejný výnos s nižším rizikem. Jak se ale měří pravděpodobnost odchylky od očekávaného výnosu? Měří se podle toho, jak moc volatilní byly tyto dvě akcie v minulosti. Čím větší byla volatilita akcie v minulosti, tím větší se očekává její volatilita i v budoucnosti. Větší volatilita znamená ve světě MPT větší riziko. Na první pohled to vše vypadá rozumně a logicky. Takové pojetí rizika ale v sobě nese jeden zásadní nedostatek. Riziko nijak nesouvisí s tím, zda je fundamentální hodnota akcie vyšší nebo nižší než její cena. (Pozn.: Volatilita je sám o sobě poměrně dosti akademický koncept. Vychází z některých, realitě ne zcela odpovídajících předpokladů, jako je normální rozdělení pravděpodobnosti odchylek volatility od odhadované hodnoty a nebere v úvahu psychologické aspekty chování investorů jako je na příklad averze ke ztrátě.)

Představte si, že jste si stanovili vnitřní hodnotu akcie společnosti McDonald's na 27 dolarů. Jestliže tato akcie dnes stojí 20 dolarů, pak skýtá výhodnou investici. Jestliže cena této akcie najednou klesne na 15 dolarů, podle MPT se stala mnohem riskantnější, protože se výrazně zvýšila její volatilita. Ve skutečnosti však skýtá investici podstatně atraktivnější než před poklesem při ceně 20 dolarů. V pojetí rizika na základě běžného selského rozumu (řekněme, že riziko je zde chápáno jako pravděpodobnost ztráty vložené investice) je při vnitřní hodnotě akcie 27 dolarů investice za cenu 15 dolarů mnohem méně riskantní než při ceně 20 dolarů. Ne tak podle MPT. Inteligentní investor se musí snažit kupovat dolar za 50 centů. Taková investice znamená nízké riziko, i když cena této akcie byla v minulosti volatilní. Naopak, kupovat za 200 dolarů akcii s vnitřní hodnotou 100 dolarů s sebou nese obrovské riziko i tehdy, byla-li cena této akcie v minulosti velmi stabilní. Jak napsal s nadsázkou Lawrence Summers v roce 1985 v *Journal of Finance* ve svém článku „On Economics and Finance“ – „tradiční finanční teorie se příliš nezajímá o vnitřní hodnoty akcií. Spíše se zajímá o to, zda půllitrová láhev kečupu stojí přibližně dvakrát tolik co čtvrtlitrová láhev kečupu, než o to, proč kečup stojí tolik, kolik stojí“. (Mimořádně, Summers označil po burzovním krachu v roce 1987 Teorii efektivního trhu za „nejpozoruhodnější omyl v historii ekonomie“.)

Volatilita akcií se měří tzv. koeficientem beta. Beta vyjadřuje relativní volatilitu dané akcie vůči trhu. Trhu je přisouzena beta s hodnotou jedna.

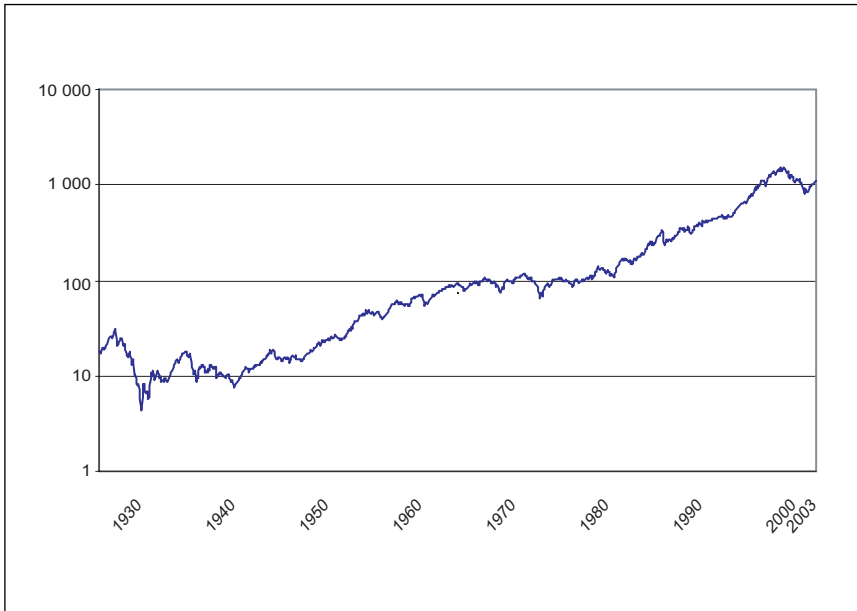
Akcie, jejichž ceny mají větší volatilitu než trh, mají beta větší než jedna a akcie, jejichž ceny mají volatilitu menší než trh, mají beta menší než jedna. Podle MPT by se měl konzervativní investor zaměřit na akcie s betou nižší než jedna a agresivní investor by měl vyhledávat akcie s betou vyšší než jedna. Nikde ani slovo o tom, jakou skutečnou vnitřní hodnotu mají jednotlivé akcie. Vše se zaměřuje jen na jejich ceny. Celá analýza a postup podle koeficientu beta vede zcela absurdně k vyhýbání se volatilitě. Přitom skutečný úkol analytiků a portfolio manažerů je *využívat* volatilitu k lepším výnosům. Moudrý investor by neměl chápat riziko jako volatilitu výnosů, ale jako *pravděpodobnost ztráty* vložené investice (nebo její části) související se ztrátou ziskové síly společnosti díky ekonomickým změnám nebo díky špatným výsledkům managementu. V praxi se takové riziko ošetřuje důsledným trváním na dostatečně velkém bezpečnostním polštáři (*margin of safety*) při každé jednotlivé investici. Více o principu „*margin of safety*“ dále v této kapitole.

2.3 Investování do trhů místo do akcií

Teorie efektivního trhu, která tvrdí, že není možné systematicky nacházet jednotlivé akcie, jejichž cena by byla výrazně jiná než jejich vnitřní hodnota, společně s Moderní teorií portfolia, která chápe riziko jako volatilitu cen akcií a doporučuje toto riziko odstranit širokou diverzifikací, vedou své příznivce k tomu, že se dopouštějí nejběžnější záměny mezi investicí a spekulací. Snaží se kupovat spíše celý trh namísto toho, aby se snažili kupovat jednotlivé akcie. Kupovat celý trh je vysoce spekulativní, jak si ukážeme v následujícím textu.

Začněme tím, že si trochu prostudujeme historický vývoj akciových trhů. Nejlépe k tomu poslouží index amerických akcií Standard and Poor's 500. Jeho historie sahá až do roku 1870 a je zřejmě vůbec nejpoužívanějším indexem. Více než sto třicet let dlouhý graf zachycuje v podstatě celou historii amerického trhu. Trhu, který je nejstarší a největší a je vodítkem pro ostatní světové akciové trhy (viz Obr. 1).

Z grafu lze vyčíst řadu důležitých poznatků. Které z nich by nám rozhodně neměly uniknout? Za prvé, podíváme-li se na graf jako celek, pak je na první pohled jasný jeho dlouhodobý trend. Výrazný růst. Od začátku minulého století do konce roku 2003, tedy za posledních 103 let, vzrostl index z hodnoty 3,5 na hodnotu 1 111. Tedy tři sta sedmáctkrát. To odpovídá průměrnému ročnímu růstu 8,1 %. Tato čísla navíc nezahrnují dividendy vyplácené společnostmi, z nichž se index skládá. Při zahrnutí



Obr. 1 Historie indexu S&P 500, logaritmické měřítko

dividend by byl výnos indexu ještě podstatně vyšší. Za celé období, které je znázorněno v grafu, tedy od roku 1870 do současnosti, byl průměrný dividendový výnos trhu 4,6 %.

To jsou všechno velmi lákavá čísla, ale graf přináší ještě další ponaučení. Druhá skutečnost, která by nám rozhodně neměla uniknout, je fakt, že graf neroste vůbec rovnoměrně, ale že období růstu jsou střídána období poklesu. A nejsou to vždy poklesy zanedbatelné. Jsou často v desítkách procent. Za posledních sto let zaznamenal americký trh (měřeno indexem Dow Jones Industrials) přibližně stokrát *denní* pokles větší než 10 %. (Čtyři pětiny těchto případů se odehrály v první polovině minulého století.)

Největší pokles zaznamenal americký trh v letech 1929 až 1932, v období velké deprese. V tomto období klesl index o 89 procent. Trvalo potom dvacet pět let, než se dostal zpátky na úroveň roku 1929. A dvacet pět let, to je rozhodně dlouhá doba na to, aby investor čekal, až se dostane tam, kde začal. Samozřejmě, že doba velké deprese je extrémním případem poklesu trhu a je také pravděpodobné, že dnešní schopnost vlád řídit hospodářství je o tolik lepší, že nedopustí jeho obdobný pokles. Nicméně,

výrazné poklesy akciových trhů rozhodně nejsou minulostí. Na konci února 2003 měl index Standard and Poor's 500 hodnotu 839. To je bez pěti procent o polovinu níže, než byl při svém maximu v létě roku 2000 (1 517).

Třetí poznatek, který by nám při pohledu na graf indexu neměl uniknout, je nepravidelnost jeho pohybu. Všechny ty růsty a poklesy trhu jsou každý jiný. Mají různou délku v čase, některé trvají pár týdnů, jiné třeba i několik let. Jsou taky různě výrazné. Někdy trh vyroste jen pár procent, aby zase začal klesat, jindy roste téměř nepřetržitě i několik desítek procent bez většího zakolísání. Stručně řečeno, pohyb indexu je v krátkém období velmi nepravidelný a *nepředvídatelný*.

Máme tedy tři základní poznatky, ke kterým jsme dospěli studiem indexu. Zjistili jsme, že index v dlouhodobém období roste. A to dosti výrazně. A protože se dá předpokládat (s jistou dávkou spekulativního optimismu), že tomu tak bude i v budoucnu, měl by tento první poznatek být dosti pádným motivem k tomu, abychom vůbec investovali. Dále jsme zjistili, že index může přechodně i velmi výrazně poklesnout a že může trvat velmi dlouho, řadu let, než se dostane zpátky na původní hodnotu. Z toho plyne ponaučení, že není zdaleka jedno, kdy začneme investovat. Jinými slovy, na jaké úrovni indexu investujeme. A konečně, zjistili jsme, že pohyb indexu je v krátkém období nepravidelný a tedy i velmi těžce předvídatelný.

Takže, chceme investovat, protože víme, že trh dlouhodobě poskytuje velmi atraktivní výnosy, ale také víme, že investovat v době, kdy je trh vysoko, může být ošidné a současně víme, že nejsme schopni dost dobře předpovědět, kam se trh bude v blízké budoucnosti pohybovat. Co teď s tím? Musíme se vyhnout tomu, co je riskantní a spekulativní, tedy tomu, abychom kupovali trh jako takový a musíme se naopak snažit kupovat jednotlivé akcie, jejichž hodnota je snáze předpověditelná a vyčíslitelná než hodnota celého trhu. Je mnohem snazší porozumět jednotlivým společnostem než celé ekonomice, ale především lze při investicích do jednotlivých akcií uplatnit dva naprosto klíčové principy – tzv. *Margin of safety* a *diverzifikaci*. Uplatněním těchto dvou principů splňujeme základní předpoklady k tomu, aby se naše transakce daly nazvat investicemi. Při kupování celého trhu nelze většinou uplatnit *Margin of safety* a dokonce, pro mnohé možná překvapivě, ani diverzifikaci. A tím rázem sklouzneme z pevné půdy investic do rozbouřených vod spekulací. Principy *Margin of safety* a diverzifikace si vysvětlíme v následujícím textu.

Poznámka: Na tomto místě je důležité udělat poznámku týkající se výběru trhu. Ve většině literatury se pracuje s americkými daty. Má to dva hlavní důvody. Za prvé, americký trh je nejstarší a poskytuje nejdelší a nejkvalitnější sérii dat. Za druhé, hlavní myšlenkové proudy týkající se investic pocházejí z USA. Investování je tam nejrozšířenější a přirozeně odtud pochází i největší část literatury o investování. Americká literatura se zcela pochopitelně odkazuje především na domácí trh. Výběr amerického trhu má ovšem svá úskalí, protože do značné míry předurčuje výsledek. Americký trh je nejen matkou všech trhů, ale je i vítězem či jakýmsi králem mezi trhy. Proto poskytuje obrázek lepší než je globální skutečnost, obrázek poněkud vychýlený ke kladným výsledkům. Pokud bychom na začátku roku 1900 místo do amerického trhu investovali do některého jiného, v té době také velkého a rozvíjejícího se trhu, například argentinského, ruského nebo japonského, pak by naše zkušenost byla poněkud jiná. Stoleté výnosy na těchto trzích se nemohou ani zdaleka měřit s výnosy na trhu americkém. Čtyři z 15 největších trhů v roce 1900 zažily během minulého století totální bankrot. Jsou to Rusko, Čína, Egypt a Argentina. O tomto faktu se při argumentacích o dlouhodobé výkonnosti trhů literatura zmiňuje jen výjimečně, a proto neškodí trochu si ho v této souvislosti připomenout.

2.3.1 Margin of safety

Margin of safety je velmi jednoduchý, ale velmi účinný koncept, se kterým přišel před více než 70 lety Benjamin Graham a podrobně ho později rozvedl ve své legendární knize *The Intelligent Investor*. *Margin of safety* by se dal pro naše účely volně přeložit jako *bezpečnostní polštář*. A přesně o to taky jde. Vzpomeňte si na Grahamovu definici investice z počátku kapitoly 2. Musí jít o operaci, která slibuje bezpečnost vkladu a přiměřený výnos. Koncept *Margin of safety* je klíčovým nástrojem, jak dosáhnout takových operací.

Představte si, že investor si spočetl (a tomto případě je zatím jedno, jakou metodou), že vnitřní hodnota akcií společnosti Peugeot je 70 euro. Zdálo by se, že pokud může nakoupit akcie Peugeot za méně než 70 euro, pak půjde o dobrou investici. Graham však tvrdí, že akcie Peugeot by měl investor kupovat jen v případě, že stojí nanejvýš 35 euro a jejich cena je tedy o 50 % nižší než investorem stanovená vnitřní hodnota. Těch 50 % rozdílu tvoří právě zmiňovaný bezpečnostní polštář, onen *Margin of safety*. Proč by měl být bezpečnostní polštář tak velký? Není to zbytečné? To ať si každý potenciální investor zváží sám.

Argumenty podporující vysoký padesátiprocentní bezpečnostní polštář jsou tři. Za prvé, investor se může ve svém odhadu vnitřní hodnoty akcie splést. Jak uvidíme v dalších kapitolách, stanovení vnitřní hodnoty akcie není objektivně exaktní, ale má v sobě řadu subjektivních prvků. Proto i dva různí analyticky zpravidla dojdou k různým vnitřním hodnotám, aniž by někdo z nich nutně postupoval chybně. Chybovat může každý a chyby mohou být i velmi velké. A čím větší *Margin of safety*, tím větší prostor pro chyby. Za druhé, i v případě, že investor stanovil vnitřní hodnotu akcie správně, vnitřní hodnota se mění v čase. Často velmi neočekávaně a dramaticky, například na základě nových skutečností, událostí a vývoje podnikání společnosti. Někdy se nepodaří tyto změny dostatečně předvídat a proto na obranu proti nim slouží *Margin of safety*. Čím větší, tím větší obrana. Za třetí, čím větší *Margin of safety* v našem portfoliu, tím větší výnosy můžeme očekávat. Když kupujeme dolary za 50 centů, vyděláme pravděpodobně více, než když kupujeme dolary za 80 centů.

Koncept *Margin of safety* nelze aplikovat v případě celého trhu. Jestliže je možné nacházet jednotlivé akcie, u nichž by mezi cenou a vnitřní hodnotou byl dostatečný prostor pro bezpečnostní polštář, pak v případě celého trhu je to tak výjimečná situace, že se nedá běžně praktikovat. Na všech světových akciových trzích se obchodují tisíce akciových titulů a troufám si tvrdit, že v každém okamžiku lze (i když to zpravidla není jednoduché) nalézt řadu titulů, jejichž cena je hluboko pod svou vnitřní hodnotou. Ale jak často se dá říci o trhu jako celku, že je hluboko, například požadovaných 50 %, pod svou vnitřní hodnotou? K takovým situacím, pokud se vůbec vyskytnou, dochází velmi zřídka. Trhy jako celek oscilují kolem své vnitřní hodnoty s mnohem menší výchytkou než jednotlivé akcie. Investoři, kteří se snaží svými investicemi co nejvíce přiblížit celému trhu, ať už například tím, že kupují celý index nebo velmi zešířena diverzifikují do rozsáhlých portfolií, nutně postrádají ve svých investicích bezpečnostní polštář. Jsou tak mnohem blíže spekulacím než investicím.

Pokud bych měl jmenovat jedinou věc, která je pro úspěšné investice nejdůležitější, pak je to koncept *Margin of safety*. Moudrý investor by se měl pouštět jen to takových investic, u nichž je *Margin of safety* dostatečně hluboký. Jak hluboký by měl být, záleží na naturelu a přístupu každého zvlášť. Čím vyšší hranici si stanovíte, tím náročnější pro vás bude vyhledávat vhodné investice, které vaši podmínku splní, ale o to budou vaše investiční výsledky lepší, a o to klidněji se vám bude spát.