

3

Benjamin Graham – otec moderní analýzy cenných papírů

Benjamin Graham je považován za vůbec nejvlivnějšího investičního filozofa. Warren Buffett o něm prohlásil, že to byl „ten nejchytřejší člověk“,¹ kterého kdy poznal. Buffett ostatně z Grahama v mnohém vychází. Když mu bylo 19 let a studoval na Nebraské univerzitě, četl Grahamovu druhou knihu, *Inteligentní investor*; o četbě této knihy pak řekl, že jeho zážitek byl podobný jako zkušenost Pavla na cestě do Damašku – spatřil světlo. Buffetta Grahamovy myšlenky zasáhly tak prudce, že se v roce 1950 nabídl, že bude pro firmu Graham-Newman Co. pracovat zadarmo! Graham jej však odmítl. Buffett o tom později řekl: „Graham mě odmítl jako příliš drahého. Bral tu svou hodnotu skutečně vážně!“² Nakonec („když jsem se ho až příliš naobtěžoval“³) byl Buffett v roce 1954 přijat a se svým učitelem udržoval po mnoho let blízký vztah. V padesátých letech pracovali pro maličkou firmu Graham-Newman pouze čtyři „dělníci“. U tří z nich – Waltera J. Schlosse (WJS Partners), Toma Knappa (Tweedy, Browne Partners) a Warrena Buffetta – lze po jejich odchodu sledovat ohromující investiční výsledky.* Sám Graham velké bohatství neshromáždil (když v roce 1976 zemřel, zanechal po sobě majetek v hodnotě 3 milionů dolarů), ale jeho myšlenky měly vliv na vznik multimiliardových jmění. Byl velmi intelektuálně zaměřen a jeho zájem se namísto peněz soustředil spíše na intelektuální výzvy spojené s výběrem akcií.

Graham byl vůdčím představitelem hodnotové investiční školy. Touto charakteristikou však nemám na mysli zjednodušenou, zkreslenou a hrubou „analýzu“, kterou je velká část současného hodnotového investování. U stávajících deformovaných a až dětsky primitivních metod často propagovaných ve finančním tisku spočívá největší intelektuální hloubka v nákupu akcií s vysokými dividendami nebo nízkým P/E či P/B.** Grahamovo hodnotové investování ovšem bylo mnohem sofistikovanější. Hledal výhodné ceny, ale

* Grahamovým žákem byl také Bill Ruane (fond Sequoia), který navštěvoval jeden z Grahamových kurzů na Kolumbijské univerzitě v roce 1951.

** Ukazatel P/B (*price-to-book ratio*) vyjadřuje poměr tržní ceny akcie k účetní hodnotě akcie. V angličtině se lze také setkat s označením *market-to-book ratio*. (pozn. překl.)

zároveň si uvědomoval, že přijetí jednokritériové filozofie by mělo negativní dopad. Pokud by to bylo tak jednoduché jako aplikace jednociferných čísel v matematice, využívali by tuto metodu všichni a nadprůměrné výnosy by brzy nebyly možné.

Za dvacet let (od roku 1936) zajistila společnost Graham-Newman Corporation svým klientům neobvykle vysoké výnosy: „Úspěšnost společnosti Graham-Newman Corporation lze vidět na jejích průměrných ročních vyplácených výnosech. Zjednodušeně řečeno, pokud člověk v roce 1936 investoval 10 000 dolarů, dostával v následujících dvaceti letech v průměru 2 100 dolarů ročně a na konci pak obdržel původních 10 000 dolarů.“⁴ Ve výpovědi před senátem⁵ v roce 1955 uvedl Graham mírně odlišný údaj: „V průběhu let jsme na kapitálu obvykle vydělávali zhruba 20 procent ročně.“ Takovýto výsledek je výrazně lepší než výnos dosažitelný na trhu jakožto celku. Banka Barclays Capital⁶ například ukazuje, že ve stejných letech dosahovala průměrná roční reálná (po odečtení inflace) výnosová míra u amerických akcií s reinvesticí hrubého důchodu pouze 7,4 procenta. I po připočtení průměrné roční inflace ve výši 3,8 procenta* k údajům banky Barclays Capital, abychom mohli oba výsledky porovnat, jsou výnosy společnosti Graham-Newman výrazně lepší než výnosy, kterých dosahoval průměrný investor.

Rané vlivy

Benjamin Graham se narodil jako Benjamin Grossbaum v Londýně v roce 1894. Jeho rodina se přestěhovala do USA, když byl ještě dítě, a brzy nato, když bylo Benjaminovi osm a půl roku, mu zemřel otec. Snad jeho rané zkušenosti, kdy jeho rodina bojovala o přežití, v něm zakořenily potřebu investičního přístupu, který klade na první místo bezpečí (kterého se ovšem v opojných dvacátých letech dočasně nedržel). Jeho matka se pokoušela podpořit rodinný rozpočet riskantními strategiemi, výsledek však byl neuspokojivý a neveselý.

Inteligentní, leč příliš sebevědomý

Ačkoli patřil Graham do chudé rodiny, měl dobré vzdělání a byl výjimečně inteligentní. Po dokončení Kolumbijské univerzity v roce 1914 získal nabídku vyučovat na třech katedrách: anglického jazyka, filozofie a matematiky. Všechny nabídky odmítl a místo toho se stal finančním analytikem na Wall Street. Jeho talent se brzy projevil, Graham dělal rychlé pokroky a „neustálý posun k lepšímu“⁷ zaznamenávala i jeho životní úroveň. V roce 1925 již překonal nejen chudobu mládí, ale také instinktivní opatrnost: „V jednatřiceti už jsem si byl jistý, že vím naprosto vše – nebo alespoň vše, co potřebuji

* Implicitní cenová deflace HDP. US Office of Business Economics, *The National Income and Product Accounts of the United States 1929–1965*.

vědět o vydělávání na akcích a dluhopisech –, takže mám Wall Street v malíčku a moje budoucnost bude stejně neomezená jako mé ambice. ... Byl jsem moc mladý, abych si uvědomil, že jsem se dostal do pasti přílišného sebevědomí.“⁸

Založení investičního fondu

Dne 1. ledna 1926 vznikla soukromá investiční společnost Benjamin Graham Joint Account. Na počátku do ní investoři vložili 400 000 dolarů. Na konci roku 1926 se pak ke Grahamovi přidal Jerry Newman. Každý rok chtěli do jejich fondu vložit peníze další a další přátelé, takže v roce 1929 již Graham s Newmanem řídili fond o hodnotě kolem 2,5 milionu dolarů.

Graham byl výřečný, aktivní, měl logické myšlení a smysl pro humor. Mohl se pochlubit všemi vlastnostmi vynikajícího učitele a tyto dary také štědře využíval ve svém kurzu *Analýza cenných papírů*, který jako odborný asistent na částečný úvazek vedl na ekonomické fakultě Kolumbijské univerzity – první kurz proběhl na podzim roku 1927. Jeho akademická kariéra trvala 40 let a během ní získal mimo jiné profesuru a další tituly na Kolumbijské univerzitě, Newyorském institutu financí a UCLA (University of California, Los Angeles).

Mánie dvacátých let

Na konci dvacátých let měl již Graham pověst člověka, který dokáže nalézt zajímavé investiční příležitosti. Navzdory sebekritice, pokud jde o samolibost a přílišné sebevědomí, byl na konci dvacátých let podle všeho *relativně* opatrným investorem. Za jeho silné stránky byly pokládány intelektuální nezávislost a hluboký smysl pro poctivost.

Na vrcholu býčího trhu však jako by jeho racionální stránka sváděla boj s emocemi, jak ukazuje následující citát:

Vzpomínám si, jak (Bernard) Baruch (v roce 1929) hovořil o absurdní anomálii, kdy si lidé berou krátkodobé úvěry s osmiprocentní úrokovou sazbou na akcie s pouhým dvouprocentním dividendovým výnosem. Na to jsem mu odpověděl: ‚To je pravda, ale díky zákonu kompenzace bychom měli očekávat, že jednoho dne uvidíme opak – úvěry s dvouprocentní úrokovou sazbou a u dobrých akcií osmiprocentní dividendu.‘ Pokud jde o rok 1932, moje proroctví nebylo zcela mylné... Opravdu zvláštní mi ale připadá, že jsem ve vši vážnosti mohl učinit takovouto prognózu, ale nedokázal jsem si uvědomit nebezpečí, jemuž jsem vystavil kapitál své společnosti.⁹

Graham později dospěl k závěru, že v horečce let 1928–1929 se z investorů stali spekulanti. Zcela překroutili význam investiční hodnoty a ztratili kontakt s klíčovými

principy. Například zapomněli, že ne všechny kvalitní firmy nabízejí hodnotné akcie, protože tyto akcie mohou být s ohledem na dobré vyhlídky firmy nadhodnoceny. K ohodnocení akcií je navíc potřeba velká míra skepse. Ohodnocení založená na projekcích zisku mohou být velmi nespolehlivá, a větší pozornost by tak měla být věnována základně v podobě hmotných aktiv. Ve zjitřené atmosféře spekulativního boomu pumpovali investoři peníze do společností, díky čemuž společnosti bohatly, ale jejich akcionáři chudli. Býčí trh podporuje „chaotickou účetní politiku a zcela neracionální kritéria hodnoty“.¹⁰

Velká hospodářská krize

V polovině roku 1929 používal fond 2,5 milionu dolarů kapitálu na dlouhé pozice (nákup cenných papírů), což bylo vyváжено stejným objemem dolarů v krátkých prodejích (prodej cenných papírů, které fond aktuálně nevlastnil). Dále měl 4,5 milionu dolarů ve skutečně dlouhých pozicích, proti nimž byly 2 miliony dolarů dluhů. Rok 1929 uzavíral fond s dvacetiprocentní ztrátou. Měly však přijít ještě horší časy: v roce 1930 zaznamenal fond ztrátu ve výši 50,5 procenta, v roce 1931 16 procent a v roce 1932 pak 3 procent. Kumulovaná ztráta v letech 1929–1932 činila z 2,5 milionu celých 70 procent. Navzdory ztrátě a odchodu některých investorů však fond Benjamin Graham Joint Account přežil. V roce 1933 začínal s 375 000 dolary. Graham po dobu krize nepobíral plat a navíc velmi tvrdě pracoval, aby získal prostředky investorů zpět. Během roku 1933 zaznamenal padesátiprocentní zisk a v roce 1935 již byly všechny minulé ztráty vynahrazeny.

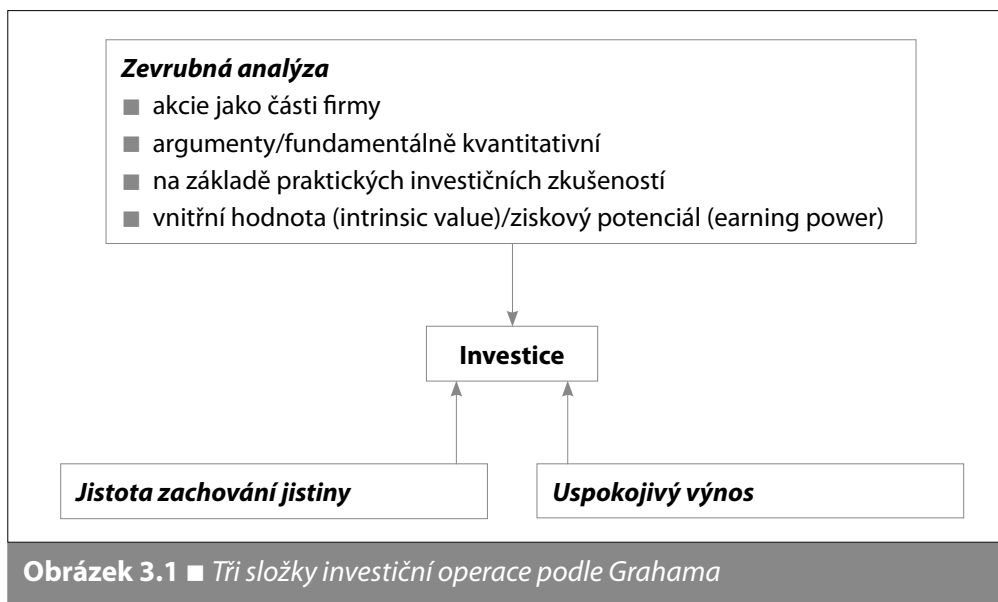
Klíčové složky Grahamovy filozofie

Potřebu opatrnosti jako by do Grahamova myšlení „vypálila“ zkušenost s horečnatou atmosférou dvacátých let, která jej smetla s sebou, následný pád burzy a hospodářská krize. Od té doby trval na výrazném bezpečnostním polštáři. Odsuzoval spekulaci. Vyhledával cenné papíry, které byly tak podhodnoceny, že zde z dlouhodobého hlediska byla mizivá pravděpodobnost, že by svou tržní hodnotu dále ztratily.

Právě Grahamův důraz na jistotu představoval to, čeho si Buffett považuje nejvíc: „(Grahamovi) nešlo o brilantní investice, a už vůbec ne o módní trendy. V centru všeho u něj bylo zdravé investování a podle mého názoru z vás může zdravé investování udělat boháče, pokud ovšem nejste příliš velcí nebo nemáte příliš naspěch, ale nikdy kvůli němu nezchudnete, což je ještě lepší.“¹¹

Během velké hospodářské krize si Graham vypracoval jedinečný investiční přístup. Sám pro sebe se pokusil rozlišit investici od pouhé spekulace. Výsledkem jeho úvah

bylo odmítnutí běžně přijímaného názoru, že rozdíl spočívá v typu zakoupeného finančního nástroje. Rovněž zamítl délku časového období, po které je cenný papír držen. Uvědomil si, že rozdíl je přítomen v mysli člověka, který činí nákupní a prodejní rozhodnutí. Klíčem je tedy postoj daného jedince. Primárním zájmem spekulanta je očekávat tržní fluktuace a z nich pak těžit. Naopak „investiční operace je taková, která po zevrubné analýze slibuje jistotu zachování jistiny a uspokojivý výnos. Operace, které tyto požadavky nesplňují, jsou spekulativní“.¹² Klíčové složky investiční operace jsou uvedeny na obrázku 3.1.



Všimněte si, že Graham nehovoří o jednotlivé emisi akcií či o jednotlivém nákupu akcií, nýbrž o investiční operaci. Důvod je následující:

Je chybné nahlížet na investice jako na cosi, co svou povahou vždy spočívá v emisi. Podstatnou složkou je často cena, takže akcie ... může mít investiční hodnotu na jedné cenové hladině, avšak již ne na jiné. Investici lze dále ospravedlnit ve skupině emisí, které by nebyly dostatečně bezpečné, pokud bychom investovali pouze do jedné z nich. Jinými slovy, nutností zde může být diverzifikace, která by snížila riziko související se samostatnými emisemi na minimum, a to s ohledem na investiční požadavky.¹³

Efektivní investování a argumenty

Prvním požadavkem je zevrubná analýza, čímž Graham míní studium fakt. Aspirujícím investičním analytikům radil, aby na akcie nahlíželi jako na podíl v dané firmě. Představte si, že máte v určité soukromé firmě podíl. Nebo ještě lépe: odhadněte hodnotu firmy, jako by vám patřila celá. Graham zastával názor, že analytici z Wall Street se jen zřídkakdy zamýšlejí nad klíčovou otázkou „Za kolik se daná firma prodává?“. Kdyby měl ale kdokoli, kdo by chtěl koupit například desetiprocentní podíl ve firmě, zaplatit 100 000 dolarů, nejdříve ze všeho by jej napadlo vynásobit danou částku deseti a zjistit tak, zda je ohodnocení celé firmy přiměřené – opravdu jde za 1 milion dolarů o dobrou koupi? Investor zastávající tento efektivní přístup by zvážil hodnoty nabízených aktiv, sílu finančních zdrojů a ziskový potenciál. Pokud se investor zaměří na samotnou firmu, může se tak vyhnout chybě v podobě soustředění se pouze na krátkodobé pohyby akcií na Wall Street. Krátkodobé nepříznivé faktory mají často výrazný dopad na tržní cenu akcií. Přestože tyto události krátkodobé povahy mají jen máloco do činění s fundamentální hodnotou firmy, Wall Street nemilosrdně sníží cenu jejích akcií.

Prvním požadavkem je zevrubná analýza.

Investování se tak v podstatě podobá vlastnictví obchůdku na rohu, který má vynikající pozici a od něj se očekává, že bude mít i nadále silnou konkurenční výhodu a vysoký zisk, a to po tak dlouhé období, jaké lze bez větších problémů zahrnout do prognózy. V následujících třech měsících však obchody nebudou valné, protože na silnici před obchodem se bude dělat nový koberec. Byl by naprostý nesmysl, pokud bychom kvůli tomu výrazně snížili ohodnocení firmy. Její hodnotu z naprosté většiny určují zisky, které bude obchod generovat po dlouhou dobu po uplynutí těchto tří měsíců. Přesto se zdá, že Wall Street je posedlá právě krátkodobými negativními zprávami a nepřiměřeně pak snižuje cenu akcií. Je tedy zřejmé, že tržní ceny nevycházejí z racionálního či matematického vztahu k fundamentálním faktorům (alespoň ne v krátkodobém horizontu), „nýbrž z myslí a rozhodnutí kupujících a prodávajících“.¹⁴ „Ceny kmenových akcií nejsou výsledkem důkladných výpočtů, nýbrž výplodem chaotických střetů lidských reakcí. Akciový trh se spíše než váze podobá hlasovacímu zařízení. Na faktické údaje nereaguje přímo, nýbrž pouze skrze jejich dopad na rozhodnutí kupujících a prodávajících.“¹⁵ Takže pokud dokážete analyzovat akcie nezávisle, a to nikoli jako krátkodobý žeton při hazardní hře, nýbrž jako podíl na vlastnictví skutečné firmy, můžete být před konkurencí ve výhodě.

Tento nezávislý přístup vyžaduje, aby se vaše analýza opírala o pevné argumenty, které budete bez větších problémů schopni obhájit. Je zapotřebí kritické analýzy dostupných fakt o dané firmě. Dále je potřeba, abyste měli odvalu, která vychází z vašich znalostí

a zkušeností. Pokud s vašimi závěry ostatní lidé, a to i většina, nesouhlasí, měli byste být připraveni většinový názor zavrhnout a jednat podle svého. Tím se však řiďte jen tehdy, pokud máte pravdu, jinými slovy, pokud jsou vaše data a argumenty správné. Graham o odvaze ve světě cenných papírů hovoří jako o nejvyšší ctnosti, která stojí na „odpovídajících znalostech a ověřeném úsudku“.¹⁶

Graham si ovšem dává velký pozor, aby příliš nezdůrazňoval sklon trhu k chybám. Nezávisle myslící a kritický analytik totiž musí trhu věnovat pozornost a musí k němu mít také respekt, zároveň však musí být schopen se od něj v případě potřeby odpoutat.

Vnitřní hodnota (Intrinsic value)

Vnitřní hodnota* představuje pojem, kterému Graham připisoval značnou důležitost. Považoval jej za těžko postižitelný koncept a nejlépe se mu jej podařilo definovat jako „hodnotu společnosti pro soukromého vlastníka“.¹⁷ Jde o cenu, za kterou by se akcie měla prodávat, pokud by byla na normálním trhu řádně oceněna. Tedy cenu, kterou ospravedlňují fakta. Mezi tato fakta patří aktiva, zisk, dividendy a reálná perspektiva firmy.

Je obtížně tento koncept použít tak, aby bylo možné určit konkrétní číselný údaj. Analytici se o to již pokoušeli. Nejdříve se domnívali, že se shoduje s účetní hodnotou firmy – čistou hodnotou aktiv (net asset value) rozvahy, kdy jsou aktiva upravena tak, aby reflektovala reálné ceny (fair prices). Vážným nedostatkem tohoto pojetí však byla skutečnost, že účetní hodnoty společností obvykle mají jen malý systematický vztah k ziskům (a tedy také hodnotě). Některé firmy vykazují negativní účetní hodnotu, avšak mají vysoké zisky a vysoký akciový kurz; jiné disponují množstvím tovarů, strojů, zařízení, zásob atd. a nemají žádné dluhy, avšak jejich ziskovost není valná.

Jeden z alternativních pohledů, který zastával také Graham, pak tvrdil, že vnitřní hodnotu určuje její „ziskový potenciál (earning power)“.¹⁸ Ten se však přesněji určuje jen s velkými obtížemi. Analýza minulých zisků (průměr, trend růstu či poklesu) je sice do jisté míry užitečná, musejí ale existovat pádné důvody, aby bylo možné věřit, že tento trend může být vodítkem rovněž v budoucnosti, chceme-li využít jednoduché extrapolace. V mnoha případech je však oprávněnost tohoto předpokladu slabá.

Navzdory daným obtížím je ovšem nutné odvodit určitá očekávání budoucích zisků, k nimž má analytik důvěru. Graham tvrdí, že přesná čísla nejsou třeba; potřebujeme pouze vědět, je-li udávaná hodnota neadekvátní, nebo naopak výrazně vyšší než tržní cena. „Pro tyto důvody může být neurčité a přibližné určení vnitřní hodnoty

* Anglický termín „intrinsic value“ nepochází od Grahama. Poprvé jej použil William Armstrong ve své brožuře *Stocks, and Stock-jobbing in Wall Street* v roce 1848.

postačující.¹⁹ Analytik musí pracovat s ohledem na rozpětí přibližné vnitřní hodnoty. Spolu s nárůstem nejistoty obklopující určitou akcií se pak rozpětí vnitřní hodnoty rozšiřuje. Graham uvádí příklady 20 až 40 dolarů za výrobce letadel a leteckých motorů Wright Aeronautical v roce 1922 oproti 30 až 130 dolarům u výrobce zemědělských strojů Case v roce 1933.²⁰ Tento druh myšlení umožňuje investorovi využít koncept vnitřní hodnoty v nejistém světě. Pokud tržní cena klesne hluboce pod spodní hranici tohoto rozpětí, jedná se o „dobrou koupí“.

Bezpečnostní polštář (margin of safety)

Zde se dostáváme ke Grahamovu pravděpodobně nejlivnějším aforismu – bezpečnostnímu polštáři. Graham říkával, že pokud by měl vtěsnat tajemství kvalitní investice do tří slov, jeho motto by znělo „margin of safety (bezpečnostní polštář)“.²¹ Traumatické zkušenosti s prudkým bohem a následnou krizí ve dvacátých a třicátých letech vedly Grahama k tomu, aby kladl hlavní důraz na ochranu proti nepříznivému vývoji. Hodnota musí dostatečně přesahovat zaplacenou cenu, takže i v případě, že investor později zjistí, že koupený cenný papír není tak atraktivní, jak se zdál v době analýzy, je stále možné získat uspokojivý výnos. Bezpečnostní polštář v investování do akcií odpovídá dodatečné nosnosti vysokých kancelářských budov, mostů a lodí, která je mnohem vyšší, než je za normálních (ale také možných abnormálních) okolností potřeba. Jde o druh zajištění proti nečekaným událostem: „Kupujte cenné papíry, které *nej*sou pouze *ne*příliš drahé, ale které se na základě analýzy jeví až *pří*liš levné.“²² Koncept bezpečnostního polštáře je tak prubířským kamenem, který odlišuje investiční operaci od spekulace. Je bezpochyby pravda, že spekulanti přesvědčují sami sebe, že při rizikových transakcích je pravděpodobnost úspěchu na jejich straně, a tvrdí, že s bezpečnostním polštářem pracují také. Tito jedinci se mohou navíc cítit nadřazení, pokud jde o schopnosti výběru akcií či kvalitu systému. Takováto tvrzení jsou však neoprávněná, neboť daní jedinci si nezjistili relevantní fakta ani nepoužili přesvědčivou argumentaci. Naopak vycházejí ze subjektivního názoru na budoucí pohyb cen – z pocitu, že trh či konkrétní akciový titul bude stoupat či klesat. Neexistuje způsob, jak by bezpečnostní polštář mohl takovéhoho spekulanta jakkoli smysluplně chránit.

Investoři, na rozdíl od spekulantů, ve svých úsudcích vycházejí z argumentů založených na zkušenostech a využívajících statistické údaje; bezpečnostní polštář se tak projevuje v číslech, nikoli ve spoléhání na názor. Ve třicátých letech například Graham zpozořoval, že celková hodnota akcií byla u mnoha společností „nižší než hodnota obligací, které by bylo možno bezpečně vydat oproti majetku firmy a jejímu ziskovému potenciálu“.²³ Jinými slovy, pokud investor koupil kmenové akcie společnosti, bral na sebe riziko,

kteř se podobalo tomu, kdyby koupil vysoce zabezpečené dluhopisy s nízkým rizikem neproplacení, a přesto by nabízené výnosy výrazně přesahovaly výnosy dluhopisů. I Graham však přiznával, že příležitost dosáhnout dobrého zisku se na finančních trzích jen zřídka pojí s bezpečností.

V běžnějších tržních podmínkách je tajemství nalezení vhodného bezpečnostního polštáře ukryto v očekávaném ziskovém potenciálu, nikoli ve vysokém krytí aktivity (asset backing). Ve čtvrtém vydání knihy *Inteligentní investor* (1973) Graham objasnil koncept bezpečnostního polštáře poukazem na to, že akcie jako celek v roce 1972 nedokázaly takovýto polštář poskytnout. Investoři vyhnali P/E na úroveň, kde se dokonce akcie s relativně nízkým P/E prodávaly za hodnotu přesahující 12násobek zisku, což vedlo k ziskovému výnosu (zisk/cena) ve výši 8,33 procent: „Na tomto základě by byl rozdíl mezi ziskovým potenciálem akcie a úrokovým výnosem obligací v průběhu desetiletého období stále příliš malý na to, aby mohl být považován za adekvátní bezpečnostní polštář. Z tohoto důvodu máme pocit, že dnes existuje reálné riziko i v případě diverzifikovaného portfolia kvalitních kmenových akcií. Toto riziko může být plně vykompenzováno ziskovými možnostmi tohoto portfolia ... že starý balíček *dobrých ziskových možností kombinovaný s malým konečným rizikem* již není na skladě.“²⁴

Bezpečnostní polštář se tedy smršknul. Jak prorocká Grahamova slova byla, ukázaly otřesy v letech 1973–1974. Investoři v roce 1972, stejně jako v letech 1928–1929, nedbali na pravidlo zdravého rozumu, jež říká, že investování do akcií musí vycházet ze zavedených kritérií, která zahrnují bezpečnostní prvek. V byčích obdobích má trh sklon vytvářet kritéria nová – obecně na základě aktuální ceny. Stávající cena, bez ohledu na to, jak vysoko stoupne, se tak stává pro nepřemýšlejícího spekulanta měřítkem hodnoty. Jakékoli pojetí bezpečnosti je u takovýchto nakupujících jen iluzorní a nebezpečné.

Přesné určení bezpečnostního polštáře je bohužel nemožné. Neexistuje žádná absolutní hodnota či úplná analýza. Je tedy nutné mít na zřeteli pravděpodobnou ochranu proti ztrátě za všech normálních či logicky pravděpodobných podmínek či okolností. Není možné mít bezpečnostní polštář pro extrémní případy nepředvídatelných událostí. Graham tedy opět požaduje, abychom využívali vlastního úsudku, ovšem tento úsudek musí vycházet z racionálního rámce a z faktů. Je tedy v přímém kontrastu se subjektivním úsudkem spekulanta.

Uspokojivý výnos

Poslední prvek obrázku 3.1, tedy snaha o „uspokojivý výnos“, představuje další klíčový faktor, který je v Grahamových textech popsán poněkud nepřesně. Graham varuje, abychom neočekávali nadprůměrné výnosy, pokud ovšem daný investor neví

o hodnotách cenných papírů tolik, kolik by věděl o soukromé firmě, kterou by přímo vlastnil.²⁵ Odrazuje od pokusů „porazit trh“ či „sázet na vítěze“²⁶ a tvrdí, že „neexistují spolehlivé způsoby, jak vydělat peníze snadno a rychle, a to ani na Wall Street, ani kdekoli jinde“.²⁷ Zdá se, jako by z něj vyzářoval překvapivý pesimismus, a velmi se tak liší od autorů, kteří před vámi vychrlí deset způsobů, jak se stát miliardářem, než napočítáte do pěti. „Termín ‚uspokojivý‘ je velice subjektivní; týká se různé míry či částky výnosu, třebaže nízké, kterou je investor ochoten přijmout, a to za předpokladu, že při jednání užívá přiměřenou inteligenci.“²⁸ Graham se snažil varovat, aby investoři nepodléhali přílišnému optimismu a přílišné chamtivosti a nenechali se ponoukat k tomu, aby se vzdali kvalitních investic a spekulovali místo toho s akciemi, jež zdánlivě nabízejí perspektivu rychlého zhodnocení kapitálu. Honba za těmito přeludy končí katastrofou. Jedna z Ezopových bajek vypráví o psu, který našel kus masa. Sebral jej a vyrazil k domovu. „Až to uvidí kamarádi, ti budou koukat,“ pomyslel si. „To budu mít dnes večeri.“ Na cestě domů musel přejít přes lávku. Byl již v polovině cesty, když v tom se podíval dolů do vody. Zarazil se. Je tam další pes a dívá se na něj! A v tlamě má ještě větší kus masa! „To maso musím mít,“ proběhlo psovi hlavou, pustil z tlamy vlastní kus a vrhl se do vody, aby druhému psovi vyrval jeho kořist. „Kam se poděl?“ zavyl. Druhý pes byl i s masem pryč, všude okolo jen rozčeřená voda a jeho vlastní kus masa mizí po řece pryč. To, co viděl, byl jen jeho vlastní odraz. Domů se tedy náš pes vrátil s prázdnou.

Ironií je, že Graham i se svým pesimistickým přístupem zdůrazňujícím především bezpečnost trh překonával. Tím, že neusiloval o nerozumně vysoké výnosy a řídil se kvalitními investičními principy v rámci disciplinovaného systému, dokázal dosahovat výjimečných výnosů. Mnozí z jeho současníků sice měli vysoké cíle, avšak neuspěli.

Tři typy pořizovatelů akcií

Ve svém pozdějším díle se již Graham odklonil od rozdělení na dva tábory pořizovatelů akcií, tedy spekulantů a investorů. Nová kategorizace, počítající se třemi skupinami, otevřeně připouští možnost usilovat o výjimečnou výkonnost – avšak pouze za přísných podmínek. Graham uvěřil, že prvky spekulace jsou přítomny téměř ve všech případech, jimiž se analytik cenných papírů zabývá.^{29, 30} V určitých případech je ale spekulativní prvek velmi důležitý. Úkolem analytika je pak zajistit, aby byla spekulace přítomna pouze v nejmenší možné míře. Před pořizovatelem akcií stojí velká pravděpodobnost zisku, ale také kruté ztráty – a toto riziko na sebe vzít musí. Graham zde rozdělil pojem spekulace na dva typy, přičemž každý z nich má velmi odlišný význam. Neinteligentní spekulaci přiřazuje starý význam: nákup bez řádných znalostí a dovedností, podstupování rizika s více prostředky, než si daný jedinec může dovolit ztratit, ignorování kvantitativního

materiálu, zdůrazňování výnosů samotné spekulace namísto schopnosti daného jedince úspěšně spekulovat.

Na druhé straně inteligentní spekulace vyžaduje, aby se jedinec zaměřil na kvantifikovatelné informace. Vychází z výpočtů pravděpodobných scénářů. Spoléhá na analytickou zkušenosti a na základě pečlivého zvážení fakt dokáže změřit pravděpodobnost úspěchu. Pokud je pravděpodobnost na straně dané investiční operace, pak je inteligentní ji uskutečnit. Aby však šlo o inteligentní spekulaci, je nutné akcii koupit ve zjištěném hodnotovém rozpětí. Představme si například, že vypočítané hodnotové rozpětí akcie je 20 až 30 dolarů. Pokud byste tento titul mohli koupit za mnohem méně než 20 dolarů, šlo by o grahamovskou investici par excellence, nákup v rozmezí 20 až 30 dolarů by představoval inteligentní spekulaci a nákup za více než 30 dolarů by již byl neinteligentní spekulací. Tyto tři přístupy k výběru akcií ukazuje obrázek 3.2:

Inteligentní spekulace vyžaduje, aby se jedinec zaměřil na kvantifikovatelné informace.

U inteligentní spekulace je možné snížit riziko a dokonce ji lze i proměnit na investici, a to pomocí jednoduchého prostředku v podobě diverzifikace. Graham obhajuje výpočet, který vychází z dovedností a ze zkušeností, avšak uznává, že není nutné, aby byly číselné údaje přesné. V rámci portfolia „vyřeší zákon průměru méně významné chyby i mnohé případy zklamání, které jsou ve spekulaci z její podstaty přítomné“.³¹



Obrázek 3.2 ■ Spekulace a investice

Pořizovatel akcií musí podstoupit kritickou sebeanalýzu, a zjistit tak, do které kategorie patří – je až příliš snadné dostat se do pasti víry, že investujete, ale ve skutečnosti jsou vaše aktivity jen neinteligentními spekulacemi, a to na základě minimálních znalostí či nedostatečné analýzy kupovaných cenných papírů. Pokud skutečně provádíte inteligentní spekulaci, pak není důvod si spílat, pokud je určitá investice neúspěšná. Pokud jste totiž provedli dostatečnou analýzu a vyšli z kvalitního úsudku, daný neúspěch zde nedokazuje, že jste spekulovali neinteligentně.

Učiňte z fluktuací trhu svého spojence

V roce 1994 prohlásil Warren Buffett ve své přednášce v Newyorské společnosti analytiků cenných papírů, že pokud tvoří tři Grahamovy klíčové myšlenky základ investorovy filozofie, pak nevidí jinou možnost, než že takovýto jedinec musí dosahovat u akcií poměrně slušných výnosů. Dvěma z těchto principů jsme se již zabývali:

- 1 nahlížení na akcie jako na části firmy,
- 2 bezpečnostní polštář.

Třetí myšlenka, která „bude i za sto let považována za základ kvalitního investování“,³² spočívá v nahlížení na fluktuace trhu jako na své spojence, nikoli nepřátele – z bláznovství je třeba profitovat, nikoli se jej účastnit. Spekulativní pohyby cen jednotlivých akciových titulů i celého trhu mohou zajít až příliš daleko. S periodickou pravidelností jsou akcie ignorovány nebo dochází k jejich poklesu z důvodu neopodstatněných obecných předpokladů či pesimismu a „v překvapivě velké části obchodů s akciemi nemají ti, kteří jsou v těchto obchodech zaangażováni, ani potuchy – ve slušném slova smyslu – o tom, jakou mají akcie vlastně hodnotu“.³³ Dobrý analytik se drží svého úsudku ohledně zisku, bez ohledu na dočasný optimismus či pesimismus trhu. Jeho úsudek se změní, pouze pokud se změnily také fundamentální faktory. V praxi jsou však pohyby trhu pro investora užitečné. Tyto oscilace totiž někdy vytvoří podmínky, v nichž jsou ceny vzhledem k hodnotě nízké, což s sebou nese možnosti nákupu.

Jindy, když jsou ceny naopak neracionálně vysoké, by měl zase investor přestat nakupovat a raději prodávat. Grahamovo pohrdání tržními spekulanty a jejich maniodepresivním chováním je nádherně zachyceno v podobenství o panu Trhovi.³⁴ Představme si, že v určité soukromé firmě vlastníte malý podíl, který vás stál 1 000 dolarů. Jeden z vašich partnerů, který se jmenuje pan Trh, je nesmírně ochotný. Každý den vám říká, jakou má podle něj váš podíl hodnotu, a navíc vám buď nabízí, že jej od vás odkoupí, nebo vám naopak prodá další podíl ve firmě. Někdy se vám jeho představa o hodnotě zdá oprávněná a ospravedlněná vývojem firmy a její perspektivou. Pan Trh se však často nechává strhnout nadšením či strachem a hodnota, kterou nabízí, se vám zdá poněkud pošetilá.

Pokud jste opatrným investorem či rozumným podnikatelem, necháte pana Trha, aby za vás každodenně určoval hodnotu tisícidolarového podílu ve firmě? Možná mu podíl rádi prodáte, když vám nabídne směšně vysokou cenu, a stejně rádi od něj podíl koupíte, když vám naopak nabídne cenu příliš nízkou. V každém případě byste si ale měli vytvořit vlastní názor na hodnotu svého podílu, a to na základě úplných zpráv dané firmy o jejích operacích a její finanční pozici.

Čemu se Graham vyhýbá

Kromě přístupů hodných následování tato kniha také pojednává o tom, čemu se vyhnout. Kromě toho, že Graham odmítal bezmyšlenkovitě přijímat všeobecný tržní pesimismus či optimismus, dodržoval také několik dalších „zákazů“. Následující část obsahuje pět dalších překážek, které stojí úspěšným investicím v cestě.

Předvídání trhu, časování a grafy

Milióny, ne-li přímo miliardy dolarů jsou každoročně utráceny ve snaze předpovědět makroekonomický vývoj či pohyb akciových indexů. Graham oběma těmto typům prognóz věnoval jen minimální či nulovou pozornost. Usiloval o to, aby byly jeho výsledky nezávislé na veškerých názorech na budoucnost trhu, a spoléhal se pouze na jediné kritérium: cenová atraktivita. Problém spojený s odvozováním investičních rozhodnutí od prognóz vývoje trhu a se snahou časovat nákupy a prodeje tak, aby nákupy probíhaly na nejnižší úrovni křivky a prodeje na jejím vrcholu, *nespočívá* v tom, že jedinci praktikující tento přístup jsou pravděpodobně neinformovaní, neschopní či hloupí. Právě naopak, prognostici vývoje trhu jsou velmi inteligentní a schopní. A právě v tom je problém. Dané činnosti se již věnuje tolik odborníků, že se jejich úsilí neustále vzájemně neutralizuje. Čistým výsledkem je skutečnost, že trh již reflektuje vše, co tito odborníci mohou o budoucnosti říci. Neexistuje jediný důvod, proč by měl typický investor věřit, že se mu podaří najít na trhu spolehlivější vedení než nepřebornému množství dalších spekulantů. Je absurdní se domnívat, že široká veřejnost bude někdy schopna na prognózách vývoje trhu vydělávat. Pokud se domníváte, že to dokážete, pak vycházíte z velmi silného implicitního předpokladu: mám zvláštní talent neboli „cit“ pro trh, vyšší inteligenci, jíž moji konkurenti nebyli obdařeni. Na obvyčejného investora je to však příliš obtížné – dokonce ani brilantní myslitel Graham toho, jak sám přiznal, nebyl schopen.

Všichni čelíme pokušení předpovídat vývoj trhu, neboť odměna za to, že budeme mít trvale pravdu, je obrovská. Ale logické základy víry, že pravdu dokáže mít neustále *kdokoli*, jsou velmi slabé. Časování trhu je plýtvání časem a není v něm místa pro bezpečnost polštář: buď máte pravdu, nebo se mýlíte – a pokud se mýlíte, peníze jsou ty tam.

Jediný princip časování, který kdy důsledně fungoval, je kupovat kmenové akcie v době, kdy jsou podle analýzy levné, a prodávat je, když jsou drahé, nebo alespoň ne tak levné, opět na základě analýzy. Zní to jako časování, když však věc zvážíte, je patrné, že nejde o časování, nýbrž o nákup a prodej cenných papírů na základě oceňovací metody. V zásadě není zapotřebí jakýkoli názor ohledně budoucího vývoje trhu, neboť pokud kupujete cenné papíry dostatečně levně, vaše pozice je pevná, a to i v případě, že by trh nadále klesal. A jestliže se vám podaří dané cenné papíry prodat za relativně vysokou cenu, udělali jste inteligentní věc, a to i přesto, že trh bude i nadále stoupat.³⁵

Pro spekulanta je však časování důležité, neboť jeho cílem je rychlý zisk – tito lidé se tak nakonec ženou za přeludem.

Na rozdíl od mnoha svých současníků Graham automaticky neodsuzoval technickou analýzu či studium grafů jako cosi podobného astrologii či černé magii. Cítil se povinen předložit pádné protiargumenty, a to na základě zevrubné analýzy. O potenciálu mechanických metod určování těch správných momentů k nákupu či prodeji Graham pochyboval a měl pro to také vážné důvody. Jeho první argument říká, že studium grafů nelze považovat za vědu, neboť daná pravidla nejsou spolehlivá. Pokud by byla, pak by mohl ceny snadno předvídat každý. Každý by dokázal správně načasovat nákupy i prodeje. Nedostatkem argumentace zastánců grafů je skutečnost, že následné ceny akcií závisejí na lidském jednání – které ovšem není vědecky nijak jednoduše předvídatelné. Pozorování, že ceny akcií se v minulosti chovaly určitým způsobem, z čehož by mělo vyplývat, že existuje možnost vědeckého pravidla pro předpovídání budoucnosti, v sobě obsahuje zárodek katastrofy. Matematické vzorce si mohou získat své stoupence, neboť se zdá, že ve statistických záznamech existují určitá pravidla. Avšak s tím, jak se určitý vzorec široce rozšíří, má jeho spolehlivost sklon slábnout. Existují dva důvody, proč tomu tak je: prvním důvodem je fakt, že statistické záznamy se vztahují k určitému období a pro nové podmínky se starý vzorec nehodí; druhým důvodem pak je skutečnost, že jakmile se určitá metoda dostane do obecné známosti, začne ji používat velké množství traderů. Vysoké počty uživatelů tak ukončí její užitečnost – je až příliš snadná, dostupná a známá, aby mohla dlouhodobě obstát. Kdykoli se tedy domníváte, že dokážete vědecky předpovědět určitou ekonomickou událost, na kterou má vliv lidské jednání, právě toto jednání zruší platnost předchozích závěrů a dané vztahy se změní.

Neexistuje *spolehlivá* teoretická základna studia grafů. Teorie, kterou stoupenci tohoto přístupu hlásají, zní takto: jednání a přístupy kupujících a prodávajících na trhu se odráží v cenovém grafu určitého akciového titulu (či trhu). Proto můžeme dospět k závěru, že na základě analýzy minulého vývoje lze předvídat následující pohyb či pohyby. Je

bezpochyby pravda, že minulé ceny akcií odrážejí jednání a přístupy účastníků trhu, to však neznamená, že z těchto zjištění lze také odvodit budoucí vývoj. Z analýzy minulých cenových vzorců se můžeme dovědět mnohé o technické pozici určitého titulu, to však k úspěšnému obchodování nestačí.

Tzv. chartisté* obecně vycházejí ze zásady, že ztráty by se měly odstranit hned v zárodku a zisky pak ponechat, aby dále stoupaly. To je naprosto oprávněný argument – vyhýbá se vysokým ztrátám a umožňuje dosažení vysokého zisku. Existují zde však dva skryté omyly:

- Podobný přístup zastávají také hráči rulety, neboť se snaží omezit ztráty v rámci každé hry. Ovšem v průběhu času zjišťují, že malé ztráty se nahromadí, a přesáhnou tak oněch několik málo velkých zisků. To však lze očekávat, neboť pravděpodobnost stojí proti nim. Chartista (technický analytik) tedy nakonec dochází k závěru, že při obchodování více ztrácí, než získává.
- Spolu s tím, jak určitý přístup přitahuje více stoupců, mají ztráty z obchodování sklon narůstat a ziskové obchody také generují nižší výnosy. Vyšší počet jedinců, kteří se řídí určitým systémem, dostává signály k nákupu ve stejnou dobu. Konkurence při nákupu žene cenu vzhůru, a tak snižuje zisk. Když se naopak velký počet jedinců rozhodne k prodeji, činí tak opět ve stejnou dobu, čímž snižuje cenu.

Graham nedokázal pochopit, kam se poděl zdravý rozum, jestliže lidé nakupují, když cena stoupla, a prodávají, když klesla. „To je přesný opak zdravého obchodního rozumu aplikovaného kdekoli jinde.“³⁶ V roce 1973, po více než padesáti letech zkušeností, Graham prohlásil, že neví o jediném člověku, který by díky tomuto přístupu vycházejícímu z „následování trhu“³⁷ trvale vydělával.

Krátkodobá selektivnost

Mnohé aktivity finančních center se zaměřují na analýzu nejbližší obchodní perspektivy určitého podniku či odvětví. Argumentace probíhá takto: Pokud se očekává, že výsledky v následujících dvanácti měsících mají být dobré, dané akcie by se měly koupit, neboť až budou hlášeny vyšší zisky, bude možné akcie prodat za vyšší cenu. To možná vysvětluje, proč je tolik pozornosti věnováno čtvrtletnímu vývoji zisku, kvartálními dividendám či některým dalším aspektům vývoje v krátkodobém horizontu.

K těmto aktivitám Wall Street jsem velice skeptický... Považuji je za krajně naivní. Názor, že analytik cenných papírů přišel na něco opravdu užitečného – z hlediska

* Jiné označení technických analytiků. Odvozeno od anglického termínu *chart* (graf). (pozn. překl.)

seriózních kritérií investiční prospěšnosti – jen díky tomu, že určil, že ta či ona společnost bude v příštím roce prosperovat, a že tudíž může ze svého objevu odvodit jasné doporučení, abychom dané akcie nakupovali, mi připadá jako parodie opravdové analýzy cenných papírů.³⁸

S krátkodobým přístupem pak Graham nesouhlasil ze tří důvodů:

- Analytici jsou lidé omylní. Prognóza výsledků v příštím roce nemusí být správná a k očekávanému zlepšení nemusí dojít.
- I když bude prognóza správná, nedávné dění na trhu mohlo vést k tomu, že perspektiva firmy se již plně odráží v ceně. (Někdy jsou navíc vyhlídky firmy v ceně zahrnuty až příliš.)
- Z určitých důvodů, či lépe řečeno z důvodů zcela nepochopitelných, se cena nevyvíjí tak, jak by měla.

Hodnota akcie závisí na dlouhodobém ziskovém potenciálu. Blízké budoucnosti bychom tedy neměli přikládat přílišnou váhu.

Růstové akcie

Graham definoval růstovou akcii jako cenný papír společnosti, jejíž výsledky již několik let *přesahují* průměr (pokud jde o růst zisku na akcii) a u níž se očekává, že tomu tak bude i v budoucnu. Upozorňoval však, že termín „růstová akcie“ by neměl být užíván u společností, které vykazují běžné výsledky a u nichž investor nadprůměrnou budoucí výkonnost pouze *očekává* – takovýmito firmám bychom měli říkat „slibné společnosti“.³⁹ Při hledání dobrých investic do růstových akcií je ovšem třeba počítat s mnoha obtížemi. Zaprvé akcie společností s kvalitními výsledky a podle všeho dobrou perspektivou se obecně prodávají za vysoké ceny. Váš úsudek ohledně kvality dané firmy se může zcela potvrdit, a přesto nemusí jít o dobrou investici, neboť cena titulu byla při nákupu velmi vysoká (či spíše naprosto neúměrná). A co je ještě horší, v mnoha případech investor zaměřující se na růstové akcie „netuší, kolik má za růstovou akcii zaplatit“, takže na základě „filozofie růstových akcií nelze dosáhnout přijatelně spolehlivých výsledků“.⁴⁰ Projekce budoucích zisků vycházející z minulého trendu je velmi nejistá; pokud však daný trend jakkoli upravíte, dostává se do hry kritický prvek libovůle. Analytici se až příliš často nechali svést k extrapolaci trendu a zapomněli na možnost působení zákona snižujících se výnosů či na vliv narůstající konkurence, která vede ke snížení růstové trajektorie – či dokonce k jejímu úplnému zastavení. Na vrcholu obchodního cyklu čeká na neopatrné jedince často nebezpečná past, neboť stávající trend je promítán dále do budoucnosti přímo v předvečer výrazného propadu.

Většina růstových akcií pochází z oblasti technologických společností. Analýza budoucí perspektivy společnosti, které těží z „úspěchu vědy“,⁴¹ je v zásadě kvalitativním cvičením. Neexistují spolehlivé výpočty ani normy, který by umožnily určit cenu na základě budoucího růstu. „Nemohu se zbavit pocitu, že investice do růstových akcií jsou stále v předvědecké fázi.“⁴²

Analýza růstových akcií je paradoxně oblastí, kde je matematické oceňování zvláště rozšířené, zároveň však nejméně spolehlivé. Budoucí zisky u růstových akcií jsou méně předvídatelné a zároveň méně spjaty s nezpochybnitelnými důkazy z minulosti. To může vést k chybným výpočtům a vážným chybám. Pořizovatel růstové akcie tak porušuje princip bezpečnostního polštáře.

Pro tak oblíbené akciové tituly má trh tendenci stanovovat ceny, jež nebudou odpovídajícím způsobem chráněny konzervativní předpovědí budoucího zisku. (Je základním pravidlem obezřetného investování, že všechny odhady, pokud se liší od minulého vývoje, musejí na straně podhodnocení alespoň maličko chybovat.) ... Myšlenka bezpečnostního polštáře se stane mnohem zřejmější, když ji aplikujeme na oblasti podhodnocených akcií nebo cenných papírů „za babku“. Máme zde, podle definice, příznivý rozdíl mezi cenou na jedné straně a indikovanou nebo oceněnou hodnotou na straně druhé. Tento rozdíl je bezpečnostní polštář. Je zde k dispozici, aby absorboval „nárazy“ negativních vlivů, jako jsou chyby ve výpočtech nebo horší než průměrný náhodný vývoj. Pořizovatel levné akcie klade obzvláště velký důraz na schopnost investice překonat nepříznivý vývoj.⁴³

Graham rozdělával analytiku na dva tábory: na ty, kteří odhadují budoucnost společnosti a akcie na základě předpovědi, a na ty, kteří činí totéž na základě ochrany. Analytici vycházející z předpovědi mají sklon doporučovat akcie s dobrou obchodní perspektivou a nevěnují příliš velkou pozornost ceně akcií. Naopak analytici vycházející z ochrany se na cenu akcií zaměřují. Tento kvantitativní či statistický přístup klade důraz na měřitelný vztah mezi prodejní cenou a ziskem, aktivy, dividendami atd. Důležitější než jásat nad dlouhodobou perspektivou firmy je, abychom „byli racionálně přesvědčeni, že společnost bude prosperovat“.⁴⁴ Hodnotu za investované prostředky je potřeba hledat na základě konkrétních a prokazatelných požadavků. Budoucí vyhlídky a sliby absenci adekvátní hodnoty, kterou bychom měli pod kontrolou, nenahradí.

Mnozí analytici vyhledávají odvětví s nejlepší perspektivou a v rámci těchto odvětví pak ty nejlepší firmy s tím nejschopnějším vedením a dalšími klíčovými nehmotnými faktory. Výsledkem pak je, že akcie těchto známých společností jsou velmi drahé, zatímco méně slibné sektory a firmy jsou téměř zcela opomíjeny, a to bez ohledu na to, jak nízká je cena daných akcií. Někdy rostou oblíbené tituly do takové míry, jako by

lidé věřili, že dané společnosti mohou takovýmto rychlým tempem růst donekonečna (vzpomínáte na internetové akcie v devadesátých letech?). Naopak neoblíbené tituly klesají na tak nízkou úroveň, až se zdá, že je čeká brzký zánik – analytici jako by tyto akcie nechťeli za žádnou cenu. Oba uvedené přístupy postrádají racionalitu. Rychlý růst může přerušit či zpomalit (a často také zvrátit) nová technologie, nová konkurence či měnící se struktura poptávky. Navíc jen mizivé množství velkých společností zaniká. „Aby měl investor obstojnou pravděpodobnost dosáhnout investičních výsledků, které by byly nepřetržitě vyšší než průměr, musí se chovat podle postupů a strategií, které jsou (1) z podstaty zdravé a perspektivní a (2) nejsou populární na Wall Street.“⁴⁵ Poznámka: Daný přístup není totéž co prosté kontrariánské investování, v němž bezmyslenkovitě děláte opak toho, co činí dav. V tomto přístupu naopak váš opačný názor (je-li skutečně opačný) vychází z kvalitních a kvalifikovaných argumentů.

Graham nevyklučoval možnost, že určití analytici by mohli být dostatečně „inteligentní a mazaní“, aby dokázali vybrat atraktivní rostoucí akcie, jejichž ceny zatím neodrážejí jejich perspektivu. Tyto kvality však považoval za vzácné a investorům radil, aby se s těmito talentovanými jedinci nepokoušeli soutěžit. (O jednom takovémto investorovi, Philipu Fisherovi, pojednává pátá kapitola.) Běžný analytik by se tedy neměl pokoušet být „inteligentním a mazaným“, nýbrž „moudrým“. To znamená, že místo brilantního vhledu do budoucího obchodního prostředí a budoucích manažerských kvalit určité společnosti by měl mít pouze patřičnou odbornost a měl by být zkušený a obezřetný.

„Managementismus“

Existují tři úrovně problémů s managementem, na které by si měl investor dávat pozor. Na první z nich se jedná o očividnou nepoctivost a jasný egoismus. Graham říkával, že jelikož je nemožné „učinit kvantitativní závěr, který by počítal s bezohledným managementem, zbývá jediná možnost: takovýmto situacím se vyhnout“.⁴⁶ Na druhé úrovni se pak poctivost snoubí s nekompetencí. Akcionáři mohou až příliš snadno spoléhat na to, že společnost má management, který je kompetentní. Na třetí úrovni jsou manažeři obecně čestní v běžném slova smyslu a kompetentní v řízení společnosti. Problematickým bodem však zůstává, že jsou to jen „lidé“⁴⁷ – a proto také podléhají typicky lidskému problému v podobě konfliktu zájmů. Zde se „managementismus“⁴⁸ projevuje ve své nejjemnější podobě. U všech níže uvedených bodů patří manažeři k zainteresovaným stranám, a přestože „řídící pracovníci našich velkých společností představují skupinu lidí nadprůměrné poctivosti i nadprůměrných schopností, neznamená to, že by měli mít neomezenou moc ve všech záležitostech, které mají dopad na jejich vlastní zájmy“.⁴⁹

K hlavním problematickým bodům pak patří následující oblasti:

- *Odměňování vedení* – Kromě platů zahrnuje také opce a bonusy.
- *Rozšiřování společnosti* – Manažeři mohou získat vyšší plat, moc či prestiž. Toho lze rychle docílit zejména na základě akviziční politiky.
- *Informace pro akcionáře* – Manažeři si mohou udržet taktickou výhodu nad zvědavými akcionáři díky kontrole nad tokem informací. (Ospravedlněním, ale také výmluvou, proč je potřeba omezit tok informací, je tvrzení, že mohou být ku prospěchu konkurenci.)
- *Pokračování v investicích do společnosti ze strany akcionářů* – Někdy by na tom byli akcionáři lépe, kdyby se daná společnost výrazně zmenšila a kapitál byl stažen a rozdělen mezi akcionáře. V krajních případech je pak nejvhodnějším řešením činnost společnosti ukončit. Jen málo manažerů je připraveno takovýto krok podpořit, a to i přesto, že jde o nevyhnutelný postup (z pohledu akcionářů).
- *Výplata dividend* – Jaká část prostředků vydělaných za daný rok by se měla vyplatit akcionářům? Manažeři mívají sklon zisk zadržovat i přesto, že akcionáři mohou kapitál využít k vytvoření větší hodnoty mimo danou firmu, a nikoli v jejím rámci. Výplata velké části zisku znamená redukci prostředků podniku, a tedy také zvýšení rizika a snížení prestiže vedoucích pracovníků. Existují tři důvody, proč vedení podniku podporuje nízké dividendy:
 - 1 Pro akcionáře je výhodné, že společnost zastává konzervativní filozofii. Někdy tato strategie dává smysl, až příliš často je však společnost konzervativní až do té míry, že poškozuje zájmy akcionářů.
 - 2 Daná firma je něčím výjimečná a čelí specifickým rizikům, proto je potřeba zvláštní péče. „Jelikož je každá společnost něčím výjimečná, zdá se mi, že tento argument se v podstatě ocitá v neřešitelném kruhu. Nakonec bychom totiž museli dospět k závěru, že neexistují principy, na jejichž základě by akcionáři určili postup, který by byl vhodný právě pro ně.“⁵⁰
 - 3 Akcionáři problémům firmy nerozumějí. Je drzost se domnívat, že podnikání firmy rozumějí lépe než její vedení. Tento argument Grahama dováděl ke zlosti, neboť z něj vyplývá, že akcionáři by nikdy neměli mít názor, jenž se liší od názoru vedení firmy, a proto mají být pokusy o převzetí kontroly nad firmou zmařeny.

Manažeři a akcionáři by nikdy neměli zapomenout, že „společnosti jsou pouhé výtvary patřící akcionářům, kteří je vlastní, manažeři jsou pouze placení zaměstnanci

akcionářů a představenstvo, ať už je zvoleno jakkoli, je v podstatě správcem, jehož právní povinností je jednat výhradně jménem vlastníků podniku“.⁵¹

Když si soukromí zaměstnavatelé najímají zaměstnance, přirozeně vyhledávají jedince, kterým mohou důvěřovat. To však neznamená, že jim dovolí, aby si určili své vlastní platy či aby za ně rozhodovali o tom, kolik kapitálu by mělo být do podniku vloženo, nebo naopak z podniku staženo.

K dividendové politice postupem času vznikla rozsáhlá a podrobná literatura – kolik by se mělo vyplácet a na základě jakého časového harmonogramu (méně nyní a více později, nebo více nyní a méně později?). Podrobnější informace k této problematice je tedy vhodné si nastudovat z jakékoli standardní publikace věnované korporátním financím.* Graham předběhl svou dobu a nastínil závěr mnohých knih na toto téma:

Je obvyklé chválit vedení společností za to, že „pumpují zisk zpět do podniku“; avšak při určování výhod takového jednání se obvykle opomíjí prvek času. Je zřejmé, že pokud by společnost vyplácela jen malou část zisku v dividendách, hodnota akcií během let naroste; není ovšem v žádném případě jisté, že tento nárůst bude akcionářům kompenzovat dividendy, které jim byly upřeny, zejména pokud u těchto částek počítáme se složeným úrokem... V určitých případech přinese ultrakonzervativní dividendová politika akcionářům výhody, tj. mnohem větší konečné zisky i dividendy. V takovýchto případech je pak úsudek trhu chybný, neboť dané akcie penalizuje na základě jejich nízké dividendy. Cena těchto akcií by měla být vyšší, nikoli nižší, a to díky skutečnosti, že zisky byly přidány k přebytku, místo aby byly vyplaceny v dividendách... Výrazně častěji však akcionáři získají mnohem větší výhody z výplaty dividend, nikoli ze zvýšení přebytku.⁵²

Bublinové akcie (bubble stocks)

I Graham zakusil frustraci a nejistotu, s nimiž se hodnotový investor setkává v dobách, kdy na akciových trzích vládne velký optimismus a kdy se ceny zcela vzdalují podkladovým hodnotám. Právě v těchto obdobích, kdy ostatní dosahují zisku bez jakékoli námahy, je zapotřebí velmi silného charakteru, aby investor odolal hlodání pochybností o hodnotové filozofii jako takové. „Spekulanti často prosperují díky nevědomosti; jde o klišé, ale v období bouřlivého býčího trhu jsou znalosti nadbytečné a zkušenost je na obtíž. Spekulanta však po dočasném zisku obvykle čeká ztráta... Každý se nyní (v roce 1959) považuje za investora, včetně obrovského davu spekulantů“.⁵³

* Například *Teorie a praxe firemních financí*, Computer Press 2001.

Daná frustrace vychází z toho, že investor věří, že akcie jsou nadhodnoceny, a proto také odmítá na trh vstupovat. Pak však vidí, že ceny stoupají ještě výše – mnozí z nás si jistě pamatují takovouto situaci na konci devadesátých let.

V rozhovoru s Johnem Quirtem v roce 1974 Graham vysvětlil, jak je možné, že spekulanti vytvářejí bubliny:⁵⁴

Podívejte se na akcii, jejíž růst zisku dosahuje 15 procent ročně. To je dosti výjimečné, ale berme tuto situaci jako příklad. Dokud zůstane P/E na své současné úrovni, získá pořizovatel akcie patnáctiprocentní výnosy – plus dividendy, pokud zde nějaké jsou –, což budou ostatní investoři považovat za tak atraktivní, že danou akcii budou chtít vlastnit také, takže ji koupí a svým nákupem zvýší její cenu, a tudíž i její P/E. Tato skutečnost přinutí cenu růst rychleji než 15 procent ročně, takže akcie se bude zdát ještě atraktivnější. V souvislosti s tím, jak se stále větší počet investorů zamiluje do slibované výnosové míry, cena se naprosto odpoutá od podkladové hodnoty a dostává prostor růst volně vzhůru, a vytvářet tak bublinu, která bude nejdříve nádherně narůstat, nakonec však nevyhnutelně *musí* prasknout. Jinými slovy, pokud začnete dole, zaznamenáte nárůst, a pokud zaznamenáte nárůst, uspokojí vás to, což způsobí další nárůst a tak dále. Tak tomu ale nebude vždy. Daný proces může dojít až příliš daleko, ale nikdy nepotrvá věčně.

Ve své desáté přednášce na Newyorském institutu financí pronesené v letech 1946–1947 popsal Graham velmi trefně myšlení spekulantů i to, jakým obtížím musí investor čelit, aby si zachoval nezávislý pohled.

Připomíná mi to příběh o jednom podnikateli s ropou, který se dostal do nebe a žádal svatého Petra, aby jej pustil dovnitř. Svatý Petr mu však odpověděl: „Bohužel kapacita pro podnikatele z ropné branže je zcela vyčerpána, jak můžete ostatně vidět, když se podíváte přes bránu.“ Na to muž odvětil: „To je ale směla. A nebude vám vadit, když jim jen řeknu pět slov?“ „Vůbec ne,“ řekl svatý Petr. Muž se tedy nadechl a z plna hrdla zakřičel: „V pekle se našla ropa!“ Všichni ropní magnáti se začali okamžitě srocovat a jejich průvod zamířil z nebe dolů. Svatý Petr jen vydechl: „Tak tomu říkám parádní kousek. Teď už tu máme místa dost, pojďte dál.“ Muž se však poškrábal na hlavě a odpověděl: „Myslím, že půjdu dolů s ostatními. Na té fámě přece jen může něco být.“ Osobně si myslím, že takto člověk při pohybech trhu jedná velmi často. Ze zkušenosti víme, že skončíme špatně, ale z nějakého důvodu „na té fámě přece jen může něco být, takže se přidáme k ostatním“.