

# Inteligentní investor

Benjamin Graham  
s dodatky Jasona Zweiga

**Prodáno více než  
1 milion výtisků!**

**Warren E. Buffett:**  
**„Zdaleka nejlepší kniha  
o investování, která byla  
kdy napsána.“**



# Inteligentní investor

Benjamin Graham  
s dodatky Jasona Zweiga



finance

GRADA Publishing

**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**.

Nakladatelství děkuje za pečlivé lektorování  
ing. Danielu Gladišovi.

*Edice Investice*

**Benjamin Graham**

s dodatky Jasona Zweiga

## **Inteligentní investor**

Přeloženo z anglického originálu *The Intelligent Investor*.  
Published by arrangement with /HarperCollins Publishers.

„The Superinvestors of Graham-and-Doddsville,“ by Warren E. Buffett,  
from the Fall 1984 issue of *Hermes*, Magazine of Columbia Business School.  
Reprinted by permission of *Hermes*, Magazines of Columbia Business School,  
copyright © 1984 The Trustees of Columbia University and Warren E. Buffett.

„Benjamin Graham,“ by Warren E. Buffett, from the November/December  
1976 issue of *Financial Analyst Journal*. Reprinted by permission of Financial  
Analysts Federation.

First Collins Business Essentials edition 2006.

*The Intelligent Investor*—Revised Edition. Copyright © 1973 by Benjamin Graham.

New material: Copyright © 2003 by Jason Zweig. All rights reserved. Printed in the United States of America.

No part of this book may be used or reproduced in any manner whatsoever without written permission except in  
the case of brief quotations embodied in critical articles and reviews.

For information address HarperCollins Publishers, 195 Broadway, New York, NY 10007.

Překlad ing. Radim Laník, M. A.

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

Přílohu č. 2A zpracoval ing. Tomáš Jaroš

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 2 955. publikaci

Realizace obálky Michal Dusil

Foto na obálce Profimedia.cz

Sazba Jan Šístek

Odpovědná redaktorka PhDr. Hana Zaňková

Jazyková úprava PhDr. Milan Pokorný

Počet stran 504

Osmý dotisk, první vydání, Praha 2018

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

---

© GRADA Publishing, a.s., 2007

ISBN 978-80-271-9817-7 (pdf)

ISBN 978-80-247-1792-0 (print)

GRADA Publishing: tel.: 234 264 401, fax: 234 264 400, [www.grada.cz](http://www.grada.cz)

# Obsah

---

Přehled tabulek a obrázků .....	7
Předmluva k českému vydání .....	11
Předmluva Warrena E. Buffetta ke čtvrtému vydání .....	13
Benjamin Graham (1894–1976) .....	15
Benjamin Graham v poznámce Jasona Zweiga .....	17
<b>Úvod: Čeho by kniha chtěla dosáhnout .....</b>	<b>21</b>
<b>Komentář k úvodu .....</b>	<b>29</b>
<b>1 Investice versus spekulace: co by měl od nich inteligentní investor očekávat .....</b>	<b>35</b>
Komentář ke kapitole 1 .....	47
<b>2 Investor a inflace .....</b>	<b>57</b>
Komentář ke kapitole 2 .....	65
<b>3 Století historie akciových trhů: Hladina cen akcií na počátku roku 1972 ..</b>	<b>71</b>
Komentář ke kapitole 3 .....	83
<b>4 Obecný přístup k investičnímu portfoliu: Opatrný investor .....</b>	<b>91</b>
Komentář ke kapitole 4 .....	101
<b>5 Opatrný investor a běžné akcie .....</b>	<b>111</b>
Komentář ke kapitole 5 .....	121
<b>6 Portfolio strategie podnikavého investora: Čeho se vyvarovat .....</b>	<b>129</b>
Komentář ke kapitole 6 .....	139
<b>7 Portfolio strategie podnikavého investora: Pozitivní stránka .....</b>	<b>147</b>
Komentář ke kapitole 7 .....	165
<b>8 Investor a kolísání trhu .....</b>	<b>173</b>
Komentář ke kapitole 8 .....	191
<b>9 Investování do investičních fondů .....</b>	<b>203</b>
Komentář ke kapitole 9 .....	215
<b>10 Investor a investiční poradenství .....</b>	<b>227</b>
Komentář ke kapitole 10 .....	239
<b>11 Analýza cenných papírů pro amatérského investora: Obecný přístup ...</b>	<b>245</b>
Komentář ke kapitole 11 .....	261
<b>12 Co je potřeba vědět o zisku na akcii .....</b>	<b>269</b>
Komentář ke kapitole 12 .....	279
<b>13 Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností .....</b>	<b>285</b>
Komentář ke kapitole 13 .....	293
<b>14 Výběr akcií pro opatrného investora .....</b>	<b>299</b>
Komentář ke kapitole 14 .....	315

<b>15</b>	<b>Výběr akcií pro podnikavého investora</b> .....	<b>323</b>
	Komentář ke kapitole 15 .....	339
<b>16</b>	<b>Konvertibilní cenné papíry a warranty</b> .....	<b>345</b>
	Komentář ke kapitole 16 .....	357
<b>17</b>	<b>Čtyři extrémně poučné anamnézy</b> .....	<b>361</b>
	Komentář ke kapitole 17 .....	375
<b>18</b>	<b>Srovnání osmi párů společností</b> .....	<b>381</b>
	Komentář ke kapitole 18 .....	401
<b>19</b>	<b>Akcionáři a management: Dividendová politika</b> .....	<b>413</b>
	Komentář ke kapitole 19 .....	421
<b>20</b>	<b>„Bezpečnostní polštář“ jako centrální koncept investování</b> .....	<b>433</b>
	Komentář ke kapitole 20 .....	443
	<b>Dodatek</b> .....	<b>449</b>
	<b>Komentář k dodatku</b> .....	<b>451</b>
	<b>Přílohy</b> .....	<b>453</b>
	1. Superinvestoři z Grahama a Doddovy Lhoty .....	453
	2. Důležitá pravidla týkající se zdanění příjmů z investování a obchodů s cennými papíry (v roce 1972) .....	474
	2A. Daňové aspekty investic do akcií a cenných papírů v České republice (k 1. 1. 2007) .....	475
	3. Základy zdanění v kapitálovém investování (aktualizováno podle stavu v roce 2003) .....	480
	4. Novodobé spekulace s běžnými akciemi .....	480
	5. Případová studie: Aetna Maintenance .....	489
	6. Daňové účetnictví akvizice akcií Sharon Steel společností NVF .....	490
	7. Technologické společnosti jako investice .....	491
	<b>Vysvětlivky</b> .....	<b>493</b>
	<b>Poděkování Jasona Zweiga</b> .....	<b>503</b>

## Přehled tabulek a obrázků

TABULKA 2-1	Obecná cenová hladina, zisky akcií a ceny akcií v pětiletých intervalech, 1915 až 1970 . . . . .	58
TABULKA 2-2	Zadluženost, zisky a rentability kapitálu, 1950 až 1969 . . . . .	62
TABULKA 3-1	Největší pohyby akciového trhu mezi lety 1871 a 1971 . . . . .	72
TABULKA 3-2	Obrázek výkonnosti akciového trhu, 1871 až 1970 . . . . .	76
TABULKA 3-3	Různé údaje týkající se indexu Standard & Poor's Composite v různých letech . . . . .	81
TABULKA 3-a	. . . . .	88
TABULKA 4-1	Široká paleta obligací . . . . .	108
TABULKA 7-1	Průměrné výnosy „Růstových fondů“, za období 1961 až 1970 . . . . .	151
TABULKA 7-2	Průměrný roční výnos či ztráta (v procentech) analyzovaných vzorků akcií, 1937 až 1969 . . . . .	153
TABULKA 7-3	Zisky a ceny akcií společnosti Chrysler, 1952 až 1970 . . . . .	154
TABULKA 7-4	Zisky z podhodnocených akcií, 1957 až 1959 . . . . .	158
TABULKA 7-a	Nahoru, nahoru a pryč! . . . . .	168
TABULKA 7-b	Pozor tam dole! . . . . .	169
TABULKA 8-1	Kolísání výnosů obligací a cen reprezentativních emisí obligací, 1902 až 1970 . . . . .	188
TABULKA 8-a	Z outsiderů hvězdami . . . . .	194
TABULKA 9-1	Výsledky deseti velkých podílových fondů . . . . .	206
TABULKA 9-2	Výkonnost a portfolio „výkonnostních“ fondů . . . . .	209
TABULKA 9-3	Údaje o uzavřených fondech, podílových fondech a složeném indexu S & P . . . . .	213
TABULKA 9-4	Průměrné výsledky diverzifikovaných uzavřených fondů, 1961 až 1970 . . . . .	214
TABULKA 9-5	Srovnání dvou vedoucích uzavřených investičních společností . . . . .	214
TABULKA 9-a	Klub propadlíků . . . . .	217
TABULKA 11-1	Doporučované minimální „krytí“ u obligací a prioritních akcií . . . . .	248
TABULKA 11-2	Dow Jones Industrial Average (Dow Jonesův index akcií průmyslových podniků) . . . . .	252
TABULKA 11-3	Výkonnost akcií chemických a ropných společností v indexu DJI, 1970 versus 1964 . . . . .	254
TABULKA 11-4	Multiplikátor ročního zisku vycházející z očekávaného tempa růstu, použití zjednodušeného vzorce . . . . .	257
TABULKA 11-5	Implicitní neboli očekávané tempo růstu, prosinec 1963 a prosinec 1969 . . . . .	257
TABULKA 12-1	. . . . .	276

TABULKA 13-1	Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností . . . . .	286
TABULKA 13-2	Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností (pokračování) . . . . .	287
TABULKA 13-a	Ocenění e-podniků . . . . .	294
TABULKA 14-1	Základní údaje o třiceti akciích indexu Dow Jones Industrial, hodnoty k 30. 9. 1971 . . . . .	302
TABULKA 14-2	Důležité poměrové ukazatele akcií v indexu DJI k 30. 9. 1971	304
TABULKA 14-3	Akcie indexu DJI splňující investiční kritéria ke konci roku 1970 . . . . .	306
TABULKA 14-4	Údaje o akciích patnácti společností zahrnutých v indexu Dow Jonex Utilities (30. 9. 1971) . . . . .	308
TABULKA 14-5	Údaje o společnostech poskytujících veřejné služby z druhého seznamu (k 30. 9. 1971) . . . . .	309
TABULKA 14-6	Vývoj cen a poměrů P/E pro různé indexy Standard & Poor's v letech 1948 až 1970 . . . . .	310
TABULKA 14-7	Relativní cenové pohyby akcií různých typů finančních společností mezi lety 1948 a 1970 . . . . .	311
TABULKA 14-a	Staré věci v novém kabátě . . . . .	318
TABULKA 14-b	Stálice . . . . .	319
TABULKA 15-1	Vzorové portfolio akcií průměrných společností s nízkým násobkem . . . . .	331
TABULKA 15-2	Akcie prominentních společností, jež se obchodovaly za ceny nižší než hodnota jejich čistých oběžných aktiv v roce 1970 . . .	334
TABULKA 16-1	Vývoj ceny nových emisí preferenčních akcií nabízených v roce 1946 . . . . .	347
TABULKA 16-2	Vývoj ceny nových emisí preferenčních akcií, běžných akcií a warrantů, prosinec 1968 v. prosinec 1970 . . . . .	347
TABULKA 16-3	Společnosti s velkým objemem konvertibilních emisí a warrantů na konci roku (počty akcií v tisících) . . . . .	352
TABULKA 16-4	Výpočet „skutečné tržní ceny“ a upraveného poměru P/E v případě běžných akcií s velkým objemem emitovaných warrantů . . . . .	355
TABULKA 17-1	Ling-Temco-Vought, 1958 až 1970 (v milionech dolarů, vyjma zisk na akcii) . . . . .	365
TABULKA 17-a	Lucent Technologies, Inc. . . . .	376
TABULKA 17-b	Tyco International . . . . .	377
TABULKA 17-c	Příběh hraček . . . . .	380
TABULKA 18-1A	Pár 1. Real Estate Investment Trust vs. Realty Equities v roce 1960 . . . . .	382
TABULKA 18-1B	Pár 1 . . . . .	383



TABULKA 18-2	Pár 2 . . . . .	385
TABULKA 18-3	Pár 3 . . . . .	387
TABULKA 18-4	Pár 4 . . . . .	389
TABULKA 18-5	Pár 5 . . . . .	391
TABULKA 18-6	Pár 6 . . . . .	393
TABULKA 18-7	Pár 7 . . . . .	395
TABULKA 18-8A	Pár 8 . . . . .	397
TABULKA 18-8B	Zisky na akcii a ceny akcií společností Whiting a Willcox & Gibbs za deset let . . . . .	398
TABULKA 18-9	Některé zajímavé cenové fluktuace šestnácti běžných akcií (rozdělení akcií zohledněno do roku 1970) . . . . .	399
TABULKA 18-10	Významné roční cenové fluktuace akcie společnosti McGraw-Hill, 1958 až 1971 . . . . .	400
TABULKA 18-1	Cisco vs. Sysco . . . . .	403
TABULKA 18-2	Yahoo! vs. Yum! . . . . .	404
TABULKA 18-4	Red Hat vs. Brown Shoe . . . . .	411
TABULKA 1	Walter J. Schloss . . . . .	462
TABULKA 2	Tweedy, Browne Inc. . . . .	464
TABULKA 3	Buffett Partnership, Ltd. . . . .	465
TABULKA 4	Sequoia Fund, Inc. . . . .	466
TABULKA 5	Charles Munger . . . . .	467
TABULKA 6	Pacific Partners, Ltd. . . . .	469
TABULKA 7	Perlmet Investments . . . . .	470
TABULKA 8	The Washington Post Company, Master Trust, 31. prosince 1983 . . . . .	471
TABULKA 9	FMC Corporation Pension Fund, roční míra výnosu (v procentech) . . . . .	472
OBRÁZEK 1-1	Horké zboží . . . . .	49
OBRÁZEK 1-2	Co tenkrát fungovalo na Wall Street... . . . .	53
OBRÁZEK 2-1	Jak si akcie poradily v roli ochránce před inflací? . . . . .	68
OBRÁZEK 3-1	Tržní fluktuace 425 akcií průmyslových společností, 1900 až 1970 . . . . .	74
OBRÁZEK 5-a	Každý kousek pomůže . . . . .	127
OBRÁZEK 6-a	Čím rychleji běžíte, tím více jste pozadu . . . . .	143
OBRÁZEK 6-b	Legenda jménem VA Linux . . . . .	145
OBRÁZEK 9-a	Trychtýř výkonnosti fondů . . . . .	220

OBRÁZEK 12-1	Krátký proces se starými procesory . . . . .	282
OBRÁZEK 18-3	Pád Palmu . . . . .	407
OBRÁZEK 19-1	Kdo vyplácí dividendy? . . . . .	426
OBRÁZEK 20-1	Náklady ztráty . . . . .	444
OBRÁZEK 20-2	Kdy budu na svém? Dožiju se vůbec? . . . . .	444

# Předmluva k českému vydání

---

## Benjamin Graham

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

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

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

Daniel Gladiš, 2007



# Předmluva Warrena E. Buffetta ke čtvrtému vydání

---

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

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

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

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



## Benjamin Graham (1894–1976)

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

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

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

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

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

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

*Přetištěno z Financial Analysts Journal, listopad / prosinec 1976*

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