

Benjamin Graham
Inteligentni investitor

Naslov izvornika
Benjamin Graham
The Intelligent Investor
Revised Edition, updated with new commentary by Jason Zweig
HarperCollins Publishers, New York, 2003.

Copyright © hrvatskog izdanja
MASMEDIA d.o.o.
Zagreb, Ulica baruna Trenka 13
www.masmedia.hr

Za nakladnika
Slaven Andrašić

Biblioteka
INVESTIRANJE

Urednik
Silvije Orsag

Stručni konzultant
Slaven Ravlić

Izvršna urednica
Ksenija Gredelej Vargović

Stručna suradnica
Marija Geiger

Lektura
Brigita Baričević

Proizvodnja
Vjeran Andrašić

Dizajn omota
Adverta d.o.o., Andrija Previšić

Računalna priprema teksta
IdeaLab, Danko Gnjiđić

Tisak
Grafički zavod Hrvatske

Benjamin Graham

INTELIGENTNI INVESTITOR

Bilješke i komentari uz novo izdanje
Jason Zweig

Predgovor i dodatak
Warren E. Buffett

Prijevod
Mladen Fruk

Stručna redakcija, komentari i pogovor
Silvije Orsag

MASMEDIA

CIP - Katalogizacija u publikaciji
Nacionalna i sveučilišna knjižnica - Zagreb

UDK 330.322:336.763
336.763:330.322

GRAHAM, Benjamin
Inteligentni investitor / Benjamin
Graham ; bilješke i komentari uz novo
izdanje Jason Zweig ; predgovor i dodatak
Warren E. Buffett ; prijevod Mladen Fruk ;
stručna redakcija, komentari i pogovor
Silvije Orsag. - Zagreb : Masmedia, 2006. -
(Biblioteka Investiranje)

Prijevod djela: The intelligent investor.

ISBN 953-157-480-4

I. Investicije -- Vrijednosni papiri

460303098

Sadržaj

Predgovor Warrena Buffetta četvrtom izdanju	7
Ukratko o Benjaminu Grahamu, Jason Zweig	9
Uvod: Što knjiga želi postići	13
KOMENTAR UVODA	21
<i>Hrvatskom čitatelju</i>	26
1. Investiranje naspram špekulaciji: Što se očekuje od inteligentnog investitora	27
KOMENTAR PRVOG POGLAVLJA	40
<i>Hrvatski investitori i špekulanti</i>	49
2. Investitor i inflacija	51
KOMENTAR DRUGOG POGLAVLJA	59
<i>Crtica o domaćoj inflaciji</i>	64
3. Stoljeće tržišta dionica: Cijene dionica početkom 1972.	65
KOMENTAR TREĆEG POGLAVLJA	77
<i>Povijest hrvatskog tržišta</i>	83
4. Općenita teorija portfelja: Defenzivni investitor	85
KOMENTAR ČETVRTOG POGLAVLJA	95
<i>Hrvatsko tržište obveznica</i>	104
5. Defenzivni investitor i obične dionice	105
KOMENTAR PETOG POGLAVLJA	114
<i>Hrvatske dionice za oprezne investitore</i>	121
6. Politika portfelja za poduzetnog investitora: Negativan pristup	123
KOMENTAR ŠESTOG POGLAVLJA	132
<i>Budite i ostanite investitor</i>	139
7. Politika portfelja za poduzetnog investitora: Pozitivna strana	141
KOMENTAR SEDMOG POGLAVLJA	158
<i>Ne miješajte investicijske stilove</i>	165
8. Investitor i tržišne fluktuacije	167
KOMENTAR OSMOG POGLAVLJA	185
<i>Važno je razumijevanje psihologije tržišta</i>	195
9. Investiranje u investicijske fondove	197
KOMENTAR DEVETOG POGLAVLJA	210
<i>Domaća industrija fondova</i>	221
10. Investitor i njegovi savjetnici	223
KOMENTAR DESETOG POGLAVLJA	235
<i>Crtica o domaćem financijskom savjetovanju</i>	241
11. Analiza vrijednosnih papira za investitore laike – općeniti pristup	243
KOMENTAR JEDANAESTOG POGLAVLJA	260
<i>Vrijednost i vrednovanje</i>	266

12. Stvari koje treba uzeti u obzir kod zarade po dionici	269
KOMENTAR DVANAESTOG POGLAVLJA	278
<i>Praksa domaćeg financijskog izvještavanja</i>	284
13. Usporedba četiri dionice koje kotiraju na burzi	285
KOMENTAR TRINAESTOG POGLAVLJA	292
<i>Crtica o domaćim prilikama</i>	298
14. Odabir dionica za defenzivnog investitora	299
KOMENTAR ČETRINAESTOG POGLAVLJA	314
<i>Što raditi na 'plitkom' tržištu</i>	322
15. Odabir dionica za poduzetnog investitora	325
KOMENTAR PETNAESTOG POGLAVLJA	340
<i>Crtica o odabiru dionica na domaćem tržištu</i>	345
16. Konvertibilne emisije i varanti	347
KOMENTAR ŠESNAESTOG POGLAVLJA	359
<i>Sjaj i bijeda dioničkih opcija</i>	362
17. Četiri izuzetno poučna povijesna slučaja	365
KOMENTAR SEDAMNAESTOG POGLAVLJA	378
<i>Kreativno računovodstvo</i>	384
18. Usporedba osam parova društava	385
KOMENTAR OSAMNAESTOG POGLAVLJA	407
<i>Razum naspram osjećaja</i>	418
19. Dioničari i menadžment: Politika dividendi	419
KOMENTAR DEVETNAESTOG POGLAVLJA	426
<i>Život u lagodi</i>	436
20. 'Marža sigurnosti' kao središnji koncept investiranja	437
KOMENTAR DVADESETOG POGLAVLJA	446
<i>Distribucija vjerojatnosti</i>	451
Pogovor	453
KOMENTAR POGOVORA	455
Dodaci	457
1. Superinvestitori Graham-i-Doddsvillea	457
2. Važna pravila o oporezivanju investicijskog dohotka te transakcija (u 1972.)	477
3. Osnove investicijskog oporezivanja (dopunjeno 2003. godine)	478
4. Nove špekulacije s običnim dionicama	478
5. Slučaj društva Aetna Maintenance	487
6. Obračun poreza kod NVF-ovog preuzimanja društva Sharon Steel	489
7. Tehnološka poduzeća kao investicije	490
Bilješke	491
Zahvale Jasona Zweiga	501
Pogovor Silvije Orsaga	503
Kazalo	505

Predgovor Warrena Buffetta četvrtom izdanju

Prvo izdanje ove knjige pročitao sam početkom pedesetih kao devetnaestogodišnjak. Tada sam mislio da je daleko najbolja knjiga o investiranju ikad napisana. Moje mišljenje se još nije promijenilo.

Uspješno investiranje ne zahtijeva izuzetno visok kvocijent inteligencije ni neobičnu poslovnu pronicavost ni insajderske informacije. Potreban je pouzdan intelektualni okvir pomoću kojeg donosite odluke te sposobnost da vas emocije ne odvrte od zadanog okvira. Ova knjiga jasno i precizno propisuje odgovarajući okvir. Potrebno je zadržati emocionalnu disciplinu.

Ako slijedite Grahamove bihevioralne i poslovne principe, te obratite posebnu pozornost na dragocjene savjete u 8. i 20. poglavlju, rezultati vaših investicija neće biti slabi. (To predstavlja puno veće dostignuće nego što možda mislite.) Hoćete li postići izvanredne rezultate ovisi o trudu i znanju koje upotrebljavate kod investiranja, kao i o amplitudama i ludorijama tržišta dionica tijekom vaše investicijske karijere. Što je ponašanje tržišta besmislenije, postoje veće mogućnosti za poslovnog investitora. Slijedite Grahama i profitirat ćete od takvih ludorija umjesto da sudjelujete u njima.

Za mene je Ben Graham više od autora knjige ili učitelja. On je utjecao na moj život više od bilo koga, osim moga oca. Kratko nakon njegove smrti napisao sam sljedeću kratku uspomenu u *Financial Analyst Journalu*. Vjerujem da ćete prilikom čitanja knjige primijetiti neke od kvaliteta koje spominjem.

BENJAMIN GRAHAM

1894. – 1976.

Prije nekoliko godina Ben Graham, tada već skoro osamdesetogodišnjak, izjavio je svojem prijatelju da se svaki dan trudi napraviti “nešto smiješno, kreativno i velikodušno”.

Uključivanje prvog cilja reflektira njegov smisao za objašnjavanje zamisli u obliku koji isključuje propovijedanje i samoisticanje. Iako su njegove ideje utjecajne, Grahamova ekspozicija je neupadljiva.

Čitateljima ovog časopisa ne treba posebno objašnjavati Grahamovu kreativnost. Rijetko kada osnivača neke discipline ne prestigne netko od nasljed-

nika u relativno kratkom vremenu nakon inicijalnog istraživanja. Međutim, nakon skoro 40 godina od objavljivanja knjige koja je uvela red i logiku u neuređenu i zbunjujuću aktivnost, teško je i zamisliti kandidata na drugom mjestu u području analize vrijednosnih papira. U području gdje je manje-više sve izgledalo neozbiljno tjednima i mjesecima nakon objavljivanja, Benova knjiga je ostala pouzdana – njezina je vrijednost stalno rasla, posebice u vrijeme financijskih oluja koje su uništile slabe intelektualne strukture. Njegovi pouzdani savjeti donijeli su velike nagrade njegovim sljedbenicima, čak i onima koji nemaju razvijene prirodne sposobnosti kao daroviti profesionalci koji su se spoticali dok su slijedili trenutačne burzovne bljeskove i modu.

Neobičan aspekt Benove dominacije u području analize vrijednosnih papira jest u tome što je uspio bez mentalne ograničenosti koja se koncentrira na samo jedan cilj. Njegova dominacija je prije slučajna posljedica intelekta čija je širina skoro premašila samu definiciju intelekta. Sigurno nikada nisam sreo nekog sa sličnom intelektualnom širinom. Svatko tko se izložio Grahmovim razmišljanjima o bilo kojem području uživao je zbog njegove nevjerojatne fascinacije novim znanjem, fantastične memorije te mogućnosti povezivanja naoko nepovezanih problema.

U ostvarenju trećeg cilja – velikodušnosti – uspio je više od svih drugih. Poznavao sam Bena kao svog učitelja, poslodavca i prijatelja. U svakom od ovih odnosa, kao i sa svim svojim studentima, posloprimcima i prijateljima, postojala je apsolutno otvorena velikodušnost ideja, vremena i duha. Ako je netko zahtijevao pojašnjenje, nije bilo boljeg mjesta nego otići Benu. Isto tako, ako je netko trebao savjet ili ohrabrenje, Ben je uvijek bio tu.

Walter Lippmann je govorio o čovjeku koji je sadio drveće da bi drugi ljudi sjedili ispod njih. Ben je bio jedan od takvih.

Pretiskano iz *Financial Analyst Journala*, studeni/prosinac 1976.

Ukratko o Benjaminu Grahamu, Jason Zweig

Tko je bio Benjamin Graham i zašto bismo ga trebali slušati?

Graham nije samo bio jedan od najboljih investitora koji je ikad živio, već je bio i najveći mislilac praktičnog investiranja. Prije Grahama fondovski menadžeri su se ponašali slično kao i srednjovjekovni obrtnici, najvećim dijelom vođeni nagađanjima, pogađanjima te tajnovitim ritualima. Grahamova knjiga *Security Analysis* bio je udžbenik koji je to zaostalo okruženje pretvorio u modernu profesiju.*

Inteligentni investitor je prva knjiga koja objašnjava individualnim investitorima emocionalni i intelektualni okvir koji su neophodni za financijski uspjeh. Ona je još uvijek najbolja knjiga o investicijama ikad napisana za opću publiku. *Inteligentni investitor* je bila prva knjiga koju sam pročitao kada sam došao raditi u časopis *Forbes* 1987. godine, te sam bio zatečen Grahamovom sigurnošću u tvrdnji da sva rastuća tržišta moraju završiti na loš način. U listopadu iste godine dionice u SAD-u doživjele su najveći pad u jednom danu ikad zabilježen, što me jako privuklo. (Danas, nakon divljeg rasta tržišta u kasnim devedesetima te brutalnog pada početkom 2000., *Inteligentni investitor* proročanski tumači događanja.)

Graham je došao do svojih prvih saznanja na težak način: iz prve ruke je doznao za muke zbog osobnog financijskog gubitka te proučavanjem povijesti i psihologije tržišta. Rođen je kao Benjamin Grossbaum 9. svibnja 1894. u Londonu. Otac mu je bio trgovac kineskim posuđem i figuricama.** Obitelj se preselila u New York kada je Ben imao godinu dana. U početku su živjeli vrlo dobro na gornjem dijelu Pete avenije – imali su sluškinju, kuhara i francusku guvernantu. Međutim, Benov otac je umro 1903. godine, porculanski posao je propadao, te je obitelj polagano tonula u siromaštvo.

Benova majka pretvorila je njihov dom u pansion; zatim je posuđivala novac kako bi mogla trgovati dionicama 'na margini', te ju je slom 1907. godine uništio. Ostatak života Ben će se sjećati poniženja koje je doživio kada je unovčavao ček za svoju majku, a bankovni službenik ga je upitao: "Je li s Dorothy Grossbaum sve u redu kada unovčuje ček od 5 dolara?"

*Koautor knjige je David Dodd, a prvi put je izdana 1934. godine.

**Grossbaumovi su promijenili prezime u Graham za vrijeme Prvog svjetskog rata kada su prezimena s njemačkim prizvukom bila sumnjiva.

Nasreću, Graham je dobio stipendiju Sveučilišta Columbia, gdje je njegova nadarenost došla do punog izražaja. Diplomirao je 1914. kao drugi u generaciji. Prije njegova zadnjeg semestra, tri sveučilišna odjela – engleskog jezika, filozofije i matematike – ponudila su mu mjesto na sveučilištu. Imao je 20 godina.

Umjesto u znanosti, Graham se odlučio oprobati na Wall Streetu. Počeo je kao službenik u poduzeću koje je trgovalo obveznicama; ubrzo je postao analitičar, pa partner te je kasnije vodio vlastito investicijsko partnerstvo.

Snažan rast i kasniji pad dionica internetskih društava Grahama ne bi iznenadili. U travnju 1919. zaradio je prinos od 250% prvi dan trgovine dionicom društva Savold Tire, novog poduzeća u brzorastućoj automobilskoj industriji; u listopadu je otkrivena pronevjera u poduzeću pa je dionica postala bezvrijedna.

Graham je postao vrhunski specijalist u istraživanju dionica do mikroskopskih, skoro molekulskih detalja. Dok je 1925. godine prolazio nejasne izvještaje Međudržavne trgovinske komisije (Interstate Commerce Commission) o naftovodima, uvidio je da poduzeće Northen Pipe Line Co., čija se dionica prodavala po 65 dolara, imalo uloženo barem 80 dolara po dionici u visokokvalitetne obveznice. (Kupio je dionicu, salijetao menadžment kako bi povisio dividende te je tri godine kasnije izašao iz posla sa 110 dolara po dionici.)

Usprkos velikom gubitku od skoro 70% za vrijeme Velike ekonomske krize od 1929. do 1932., Graham je preživio posljedice i napredovao, ubirao je plodove od ostataka rastućeg tržišta. Ne postoje egzaktni podaci o Grahamovim ranijim prinosima, ali od 1936. do 1956., otkad je u mirovini, njegovo poduzeće Graham-Newman Corp. ostvarilo je najmanje 14,7% godišnje, naspram 12,2% za cijelo tržište dionica – to je bio jedan od najdužih rekorda u povijesti Wall Streeta.*

Kako je Graham to uspio? Kombinirajući izniman intelekt s razboritošću te neizmjenjnim iskustvom, Graham je razvio ključne principe koji su danas jednako važni kao i za njegova života:

- Dionica nije samo simbol, ona je vlasništvo interesa u stvarnom poslu, s fundamentalnom vrijednošću koja ne ovisi o njezinoj cijeni na tržištu.
- Tržište je poput njihalice koja se stalno ljulja između neodrživog optimizma (zbog čega su cijene previsoke) i neopravdanog pesimizma (zbog čega su cijene preniske). Inteligentni investitor je realist koji prodaje optimistima i kupuje od pesimista.
- Buduća vrijednost bilo koje investicije je funkcija sadašnje cijene. Što je viša cijena, manji će biti prinos.

*Graham-Newman Corp. je bio uzajamni investicijski fond (vidi deveto poglavlje) koji je Graham vodio u svoje ime u partnerstvu s investitorom Jeromeom Newmanom. Većinu svojeg djelovanja fond je bio zatvoren za nove investitore. Zahvalan sam Walteru Schlossu za podatke koji su mi omogućili procjenu Graham-Newtonovih prinosa. Prosjek od 20% koje Graham citira u pogovoru (str. 453) ne uračunava naknade menadžmenta fonda.

- Koliko god bili oprezni, ne možete eliminirati rizik da niste u pravu. Samo ako inzistirate na onome što Graham zove 'dodatak sigurnosti' – nikada ne preplućajte koliko god vam se investicija činila privlačnom – možete minimizirati svoje šanse da ćete učiniti grešku.
- Tajna financijskog uspjeha je u vama. Ako o svemu razmislite kritički i ne prihvaćate 'činjenice' koje dolaze s Wall Streeta na povjerenje, te ako investirate sa strpljivošću i samopouzdanjem, možete iskoristiti prilike i na najgorem tržištu u padajućoj fazi. Razvijanjem discipline i hrabrosti, tuđe promjene raspoloženja neće upravljati vašom financijskom sudbinom. Na kraju, mnogo je manje bitno kako se vaše investicije ponašaju nego kako se vi ponašate.

Cilj ovog obnovljenog izdanja *Intelligentnog investitora* jest primijeniti Grahamo-ve ideje na današnja financijska tržišta, pritom ostavljajući cijeli tekst netaknutim (s iznimkom fusnota koje dodatno objašnjavaju koncepte).^{*} Nakon svakog Grahamovog poglavlja nalazi se komentar. U tim vodičima za čitatelja dodao sam aktualne primjere koji bi trebali pokazati koliko su relevantni i korisni njegovi principi u današnjem vremenu.

Zavidim vam na uzbuđenju i prosvjećenju koje će vam ponuditi prvo – ili pak treće ili četvrto – čitanje Grahamovog remek-djela. Kao i svi klasici, izmjenjuje naše poglede na svijet te nas obrazuje. S Grahamom kao vašim vodičem, sigurno ćete postati neizmjereno inteligentniji investitor.

^{*}Tekst reproduciran u ovoj knjizi je iz četvrtog obnovljenog izdanja; Graham je ažurirao knjigu 1971./1972. te objavio 1973. godine.

UVOD

Što knjiga želi postići?

Svrha knjige je ponuditi, u obliku odgovarajućem za neprofesionalce, smjernice u adaptaciji i ostvarenju investicijske politike. U usporedbi s tim, malo će se govoriti o tehnikama analize vrijednosnih papira. Pozornost će se usmjeriti na principe investiranja te na položaj investitora. Prikazat ćemo određen broj sažetih usporedbi konkretnih dionica – najčešće u parovima koji se pojavljuju jedan do drugog na listi Njujorške burze – kako bismo objasnili važne elemente uključene u specifičan odabir običnih dionica. Velik dio prostora posvetit će se povijesnim kretanjima financijskih tržišta, u nekim slučajevima posegnut ćemo daleko u prošlost. Kako biste inteligentno investirali, morate se naoružati adekvatnim znanjima o prošlim kretanjima obveznica i dionica u različitim uvjetima jer ćete slične uvjete vjerojatno ponovno sresti. Ne postoji niti jedna bolje upotrijebljena izreka od Santayanine: “Tko je zaboravio povijest, osuđen je da je ponavlja.”

Knjiga je namijenjena investitorima, koji se razlikuju od špekulanata te je naš prvi zadatak razjasniti i naglasiti zaboravljenu razliku između ta dva pojma. Odmah na početku moramo navesti da ovo nije knjiga koja govori ‘kako ćete zaraditi milijun dolara’. Ne postoji siguran i jednostavan način stjecanja bogatstva na Wall Streetu, kao i bilo gdje drugdje. Moglo bi biti poučno naglasiti ono što smo upravo rekli korištenjem malo financijske povijesti. Godine 1929. John J. Raskob, najvažnija osoba Wall Streeta kao i cijele nacije, hvalio se blagostanjem kapitalizma u članku “Svatko bi trebao biti bogat”^{*} u časopisu *Ladies' Home Journal*. Njegova teza je da bi štednja od samo 15 dolara mjesečno, investirana u kvalitetne obične dionice zajedno s reinvestiranjem dividendi stvorila imovinu od 80.000 dolara u 20 godina od ušteđenog iznosa od 3.600 dolara. Ako je tajkun General Motorsa u pravu, onda je to stvarno jednostavan način kako postati bogat. Koliko su njegova predviđanja bila blizu istine? Naš izračun, temeljen na pretpostavljenoj investiciji u 30 dionica koje čine Dow Jones industrijski prosjek

^{*}Raskob (1879. – 1950.) bio je direktor Du Ponta, velikog kemijskog društva, te predsjedatelj financijskog odbora General Motorsa. Isto tako, bio je vođa Demokratske stranke i glavni pokretač izgradnje Empire State Buildinga. Izračun profesora financija Jeremyja Siegela potvrđuju da je Raskobov prijedlog narastao na nešto ispod 9.000 dolara nakon 20 godina, iako je inflacija pojela veći dio tog dobitka. Za najbolji nedavni rad o Raskobovim pogledima o dugoročnom investiranju, vidi esej financijskog savjetnika Williama Bernsteina na internetskoj stranici www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

(Dow Jones Industrial Average – DJIA), pokazuje ako slijedimo njegov recept u razdoblju od 1929. do 1948., imali bismo imovinu od 8.500 dolara. To je prilično daleko od obećanih 80.000 dolara, i pokazuje da se ne treba uzdati u tako optimistična predviđanja. Međutim, trebali bismo spomenuti da bi realizirani prinos dvadesetogodišnje operacije bio veći od 8% (uz godišnje ukamaćivanje), usprkos činjenici da je DJIA imao vrijednost od 300 bodova kada je investitor počeo kupovati te da je 1948. završio s vrijednošću od 177. To se može smatrati kao uvjerljiv argument za redovitu mjesečnu kupovinu dobrih običnih dionica ovisno o njihovoj cijeni; kad je niska, kupujemo više, a kad je visoka, manje dionica – taj je program poznat kao ‘izjednačavanje dolarskog troška investicije’.

Kako naša knjiga nije namijenjena špekulantima, nije ni namijenjena onima koji redovito trguju na tržištu. Većinu tih ljudi vode grafikoni ili druga, većinom mehanička sredstva za određivanje pravog trenutka za kupnju ili prodaju. Princip koji se odnosi na sve tzv. tehničke pristupe jest da bismo trebali kupovati jer je dionica ili tržište poraslo, te da bismo trebali prodati jer je palo. Takvo ponašanje je upravo suprotno od zdravog poslovnog ponašanja i vjerojatno vas neće dovesti do dugotrajnog uspjeha na Wall Streetu. Prema našem iskustvu na tržištu dionica koje traje više od 50 godina, ne znamo ni za jednu osobu koja je konzistentno i dugotrajno zarađivala ‘slijedeći tržište’. Ne ustručavamo se izjaviti da je takav pristup jednako lažan koliko i popularan. To ćemo ilustrirati kratkom raspravom poznate Dow teorije za trgovinu dionicama, iako to ne bi trebalo uzeti kao dokaz.*

Od prvog izdanja u 1949., obnovljena izdanja *Inteligentnog investitora* pojavljivala su se u intervalima od 5 godina. Pri ažuriranju trenutačne verzije morat ćemo se pozabaviti velikim brojem novih kretanja od 1965.:

1. Nezapamćeni porast kamatnih stopa niskorizičnih obveznica
2. Pad cijena vodećih običnih dionica od oko 35% koji je završio u svibnju 1970. To je bio najveći postotni pad cijena u zadnjih 30 godina. (Brojna izdanja lošije kvalitete pala su još i više)
3. Inflacija cijena na veliko te potrošačkih cijena u 1970. dobila je zamah čak i kada je razina poslovne aktivnosti padala
4. Brz razvoj konglomerata, franšiza i ostalih novosti u poslovnom i finansijskom svijetu. (One uključuju brojne lukave stvari kao što su ‘dionice s pismom’ (‘letter stock’¹), rastuća upotreba varanata na dionice, zbunjujuća imena, korištenje stranih banaka i dr.)**

*Grahamova ‘kratka rasprava’ nalazi se u dva dijela, na str. 38 te od str. 169. Više detalja o Dow teoriji vidi na <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.

**Uzajamni fondovi su kupovali ‘dionice s pismom’ u privatnim transakcijama pa su ih odmah revalorizirali (vidi Grahamovu definiciju na str. 491). Takva politika je omogućila ‘agresivnim’ fondovima objavljivanje neodrživo velikih prinosa sredinom 1960-ih. SEC je zaustavio takve zloupotrebe 1969. te više nema razloga za brigu. Varanti na dionice prikazani su u 16. poglavlju.

5. Bankrot najvećeg željezničkog društva, prekomjeran kratkoročni i dugoročni dug mnogih poduzeća s velikim ugledom prijašnjih godina, te čak i problem solventnosti kod brokerskih kuća na Wall Streetu*
6. Pojava tzv. mode što boljih rezultata investicijskih fondova, uključujući i neke bankovne zaklade, s uznemirujućim ishodima.

Navedenim fenomenima posvetit ćemo posebnu pozornost te će neki zahtijevati promjene naših prijašnjih zaključaka. Fundamentalni principi zdravog investiranja ne bi se smjeli mijenjati od desetljeća do desetljeća, međutim njihova primjena se mora promijeniti u skladu sa značajnim promjenama financijskih mehanizama i općenite klime.

Posljednju tvrdnju smo testirali za vrijeme pisanja sadašnjeg izdanja, čiji je prvi rukopis završen u siječnju 1970. U to vrijeme DJIA se opravljao od niskih 632 bodova te je, potpomagan općenitim optimizmom na tržištu, porastao na 951 bodova u 1971. godini. Kada smo dovršili posljednji rukopis knjige (dovršen u studenom 1971.), tržište je već bilo na mukama zbog ponovnog pada na razinu od 797 bodova te je vladala opća neizvjesnost oko budućnosti. Nismo dopustili da takve fluktuacije utječu na naše zaključke koji ostaju u značajnoj mjeri nepromijenjeni od prvog izdanja knjige iz 1949. godine.

Velika kontrakcija tržišta 1969. – 1970. trebala bi rastjerati iluzije koje su se stvarale u posljednja dva desetljeća. Općenito mišljenje je bilo da se vodeće obične dionice mogu kupiti po bilo kojoj cijeni u bilo koje vrijeme s jamstvom ne samo konačnog profita, već i da će se bilo kakav posredni gubitak nadoknaditi brzim rastom tržišta na još višu razinu. Takav razvoj situacije bio bi predobar da bi bio istinit. Napokon se tržište dionica “vratilo na normalnu razinu”, u smislu da i špekulanti i investitori moraju biti spremni podnijeti značajne i dugotrajne gubitke, ali mogu i ostvariti dobitke. Za mnoge drugorazredne i trećerazredne obične dionice, posebno nestabilnih poduzeća, posljednji tržišni slom je bio katastrofalan. To nije bilo ništa novo – slično se dogodilo 1961. – 1962., samo što su novi elementi u priči da su neki investicijski fondovi uložili velika sredstva u visoko špekulativna i očito precijenjena izdanja. Očigledno je da na takve stvari ne treba upozoravati samo početnike; iako je entuzijazam prijeko potreban u svakom poslu, na Wall Streetu zasigurno dovodi do katastrofe.

Glavno pitanje kojim se moramo pozabaviti je velik rast kamatnih stopa na prvoklasne obveznice. Od 1967. na prvoklasnim se obveznicama moglo zaraditi dvostruko više nego od dividendi reprezentativnih običnih dionica. Početkom

*Penn Central Transportation Co., tada najveće željezničko poduzeće u SAD-u, zatražilo je zaštitu od bankrota 21. lipnja 1970. – šokirani investitori nisu očekivali da će propasti tako veliko poduzeće (vidi str. 365-366). Poduzeća s ‘prekomjernim’ dugom na koja je Graham mislio su Ling-Temco-Vought i National General Corp. (vidi str. 367 i 369). ‘Problem solventnosti’ na Wall Streetu pojavio se između 1968. i 1971. kada je propalo nekoliko prestižnih brokerskih kuća.

1972. prinos prvoklasnih obveznica je bio 7,19% naspram 2,76% na dionice industrijskih poduzeća. (Usporedite to s prinosom od 4,40% na prvoklasne obveznice i 2,92% na obične dionice krajem 1964.) Teško je zamisliti da su brojke bile sasvim obrnute kada smo prvi put pisali knjigu 1949. godine: prinos na obveznice je bio 2,66%, dok na dionice 6,82%.² U prethodnim izdanjima knjige stalno smo zahtijevali da najmanje 25% konzervativnog portfelja treba biti u običnim dionicama, te smo općenito favorizirali da podjela bude 50 : 50 između dionica i obveznica. Sada moramo razmotriti može li trenutačna velika prednost obveznica pred dionicama opravdati portfelj koji se sastoji samo od obveznica dok se ne vrati primjereniji odnos, što i sami očekujemo. Naravno da će pitanje inflacije biti od velike važnosti kod donošenja odluke. Tom ćemo pitanju posvetiti cijelo poglavlje.*

U prošlim izdanjima knjige razlikovali smo dvije vrste investitora kojima je ova knjiga namijenjena – ‘defenzivni’ i ‘poduzetni’. (oprezni i poduzetni; pasivni i aktivni; defenzivni i agresivni – nikako kombinacija) Cilj defenzivnog (ili pasivnog) investitora je izbjegavanje ozbiljnih grešaka ili gubitaka. Isto tako, on ne želi ulagati velik trud, kao i donositi česte odluke. Glavna karakteristika poduzetnog (aktivnog ili agresivnog) investitora jest spremnost da posveti vrijeme odabiru vrijednosnih papira koji su pouzdani, ali i atraktivniji od prosjeka. Gledano kroz više desetljeća, ovakav poduzetni investitor trebao bi očekivati veću nagradu za dodatne vještine i trud u obliku većeg realiziranog prinosa od pasivnog investitora. U današnjim uvjetima sumnjamo da bi kompenzacija za aktivnog investitora bila sasvim zadovoljavajuća. Međutim, sljedeće godine ili još kasnije stvari mogu biti puno drugačije. U skladu s tim nastaviti ćemo posvećivati pažnju investicijama pogodnim za poduzetnog investitora jer su postojale i prije, a mogu se i ponovno pojaviti.

Mnogo se godina prevladavajući pogled sastojao u tome da umijeće uspješnog investiranja leži u odabiru industrija koje imaju najveći potencijal za rast, pa u identificiranju obećavajućih poduzeća u tim industrijama. Primjerice, pametni investitori ili njihovi pametni savjetnici daleko bi ranije prepoznali velike mogućnosti rasta računalne industrije u cjelini, pa onda posebno poduzeća International Business Machines (IBM). Slično vrijedi i za brojne druge rastuće industrije i poduzeća. Međutim, nije to baš tako lako kako izgleda. Kako bismo vam to predočili, dodali smo odlomak koji je bio uključen u prvo izdanje ove knjige iz 1949. godine.

Takav investitor može naprimjer kupiti dionice zračnih prijevoznika jer vjeruje da je njihova budućnost bolja nego što tržište to sada pokazuje. Za takve

*Vidi 2. poglavlje. Početkom 2003. godine desetogodišnje državne obveznice SAD-a imale su prinos od 3,8%, dok su dionice (mjereno Dow Jones industrijskim indeksom) imale prinos od 1,9%. (Primijetite da navedene brojke nisu daleko od Grahamovih iz 1964.) Dohodak od ulaganja u najkvalitetnije obveznice polagano pada od 1981. godine.

investitore vrijednost ove knjige prije leži u činjenici da predstavlja upozorenja o različitim potencijalnim zamkama njihova omiljenog pristupa investiranju nego što će im pomoći u samom investiranju.*

U industriji zračnih prijevoznika zamke su bile posebno opasne. Bilo je laganopretpostaviti spektakularan rast zračnog prijevoza. Zbog toga su njihove dionice postale omiljen izbor investicijskih fondova. Međutim, usprkos povećanju prihoda po stopi većoj i od računalne industrije, kombinacija tehnoloških problema i praznih kapaciteta stvorila je fluktuacije profita, nekad čak i katastrofalne brojke. Usprkos novim rekordima u prevaljenom prometu 1970. godine, zračni prijevoznici su ostvarili gubitak od 200 milijuna dolara. (Gubitke su isto iskazali u 1945. i 1961. godini.) Dionice tih društava su u razdoblju 1969. – 1970. ponovno pale više nego cijelo tržište. Podaci pokazuju da su i najbolje plaćeni stručnjaci uzajamnih fondova bili u potpunosti u krivu oko relativno kratkoročne budućnosti industrije zračnih prijevoznika.

S druge strane, dok su investicijski fondovi puno investirali i zarađivali na IBM-u, kombinacija očigledno visoke cijene i nemogućnosti procjene buduće stope rasta spriječila ih je da investiraju više od recimo 3% sredstava u tu dionicu, koja je ostvarivala čudesne rezultate. Stoga efekt ovog izvrsnog izbora nije bio ni na koji način odlučujući za rezultate fonda. Nadalje, mnogo, ako ne i većina njihovih investicija u računalnu industriju (osim IBM-a), bila je neprofitabilna. Iz ova dva primjera izvući ćemo dvije pouke za naše čitatelje:

1. Očiti izgledi da će poduzeće fizički rasti ne pretvaraju se uvijek u očite profite za investitore.
2. Ne postoji način na koji bi stručnjaci mogli odabrati dionice koje najviše obećavaju u industrijama koje najviše obećavaju.

Sam autor nije slijedio takav pristup u svojoj karijeri kao fond menadžer te ne može ponuditi specifične savjete ili ohrabrenje za investitore koji žele isprobati takav način investiranja.

Što onda želimo postići ovom knjigom? Naš glavni cilj je voditi čitatelja kroz područja gdje su moguće velike greške te razviti strategije koje će mu biti razumljive. Trebali bismo poprilično reći o psihologiji investitora. Najveći investitorov problem i njegov najveći neprijatelj je uistinu on sam. (“Dragi investitore, greška nije u zvijezdama, niti u dionicama, već u nama samima...”) To

*Dionice zračnih prijevoznika su, naravno, stvorile veliko uzbuđenje krajem 1940-ih te početkom 1950-ih godina, slično kao i dionice internetskih društava pola stoljeća kasnije. Aeronautical Securities te Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund bili su među najpopularnijim uzajamnim investicijskim fondovima. Kasnije se ispostavilo da je ulaganje u navedene fondove predstavljalo katastrofu. Danas je općeprihvaćeno da su kumulativne zarade cijele industrije zračnih prijevoznika bile negativne. Nije da nas Graham ovdje želi poučiti kako ne trebamo kupovati dionice zračnih prijevoznika, već govori da nikada ne smijemo podleći navodnoj sigurnosti da će neka industrija u budućnosti ostvariti bolje rezultate od drugih.

se pokazalo više nego istinito zadnjih desetljeća kada su konzervativni investitori postali primorani kupovati obične dionice te se pritom izlagali iskušenjima i uzbuđenjima tržišta dionica. Nadamo se da će naši čitatelji pomoću naših argumenata, primjera i nagovaranja izgraditi odgovarajući mentalni i emocionalni stav prema investicijskim odlukama. Vidjeli smo puno više 'običnih' ljudi koji su zaradili i *zadržali* novac jer je njihov temperament primjeren investicijskom procesu nego onih kojima je manjkalo takvih kvaliteta, premda su posjedovali široka znanja financija, računovodstva i tržišta dionica.

Dodatno se nadamo da ćemo čitatelju usaditi sklonost mjerenju i kvantificiranju. Za 99 od 100 vrijednosnih papira može se reći da su na nekoj cijeni jeftini pa ih treba kupiti, dok su na nekoj drugoj skupi te ih treba prodati. Pri investiranju dragocjena je navika povezivati cijenu koju smo platili s cijenom koja se nudi. Prije dosta godina u članku u jednom ženskom časopisu savjetovali smo čitateljima kupovinu dionica kako bi kupili špeceraj, a ne kako bi kupili parfem. U stvarno groznim gubicima koje su kupci običnih dionica ostvarili u posljednjih nekoliko godina (i u nekoliko prilika prije) jednostavno su zaboravili pitati: "Koliko nudite?"

U lipnju 1970. na pitanje "Koliko nudite?" moglo se odgovoriti čarobnom brojkom 9,40% – prinosom koji se mogao dobiti na visokokvalitetne obveznice javnih poduzeća. Taj je prinos danas pao na 7,3%, ali čak nas i taj prinos dovodi u iskušenje da pitamo: "Zašto dati bilo kakav drugi odgovor?" Međutim, postoje drugi mogući odgovori koji se moraju pažljivo razmotriti. Osim toga, ponavljamo da se i mi i naši čitatelji moramo unaprijed pripremiti za potpuno drukčije uvjete na tržištu u razdoblju od 1973. do 1977.

Detaljno ćemo prezentirati pozitivni program investiranja u obične dionice, čiji je djelomični djelokrug kod obaju investitora, a dio je uglavnom namijenjen za poduzetnog investitora. Jedan od naših prijedloga jest da se čitatelji ograniče samo na dionice poduzeća koje se ne prodaju daleko od vrijednosti njihove opipljive imovine.* Takav naizgled staromodan savjet ima praktičnu i psihološku svrhu. Iskustvo nas uči da će, iako postoji puno kvalitetnih brzorastućih društava koja su nekoliko puta vrednija od neto imovine, kupac takvih dionica postati previše ovisan o hirovima i fluktuacijama tržišta dionica. Nasuprot tome, investitor u, recimo, dionice javnih društava na razini vrijednosti njihove neto imovine uvijek se može smatrati vlasnikom interesa u zdravom i rastućem poslu, kupljenom po racionalnoj cijeni, neovisno što o tome misli samo tržište dionica. Konačan rezultat takve konzervativne politike zasigurno će biti bolji od glamuroznih i opasnih pustolovina s drugim tipovima dionica.

*Opipljiva imovina uključuje fizičko vlasništvo (nekretnine, tvornice, opremu i skladišta), kao i financijsku imovinu (novac, kratkoročne investicije i potraživanja). Imovina koja nije uključena u opipljivu imovinu su vlasnička prava, patentni, brandovi, franšize i zaštitni znakovi. Pogledajte fusnotu ** na str. 174 kako izračunati vrijednost opipljive imovine.

Umijeće investiranja ima jednu karakteristiku koja općenito nije dovoljno zastupljena. Određen rezultat, iako ne i spektakularan, može napraviti i investitor neprofesionalac s minimalnim trudom i sposobnostima. Međutim, to se može lagano popraviti s dosta iskustva i mudrosti. Ako pokušavate identificirati rezultate koji su malo bolji od prosjeka, umjesto da uložite *samo malo više* znanja i umješnosti u vašu investicijsku strategiju, mogli biste se naći u situaciji da stojite lošije nego prije.

S obzirom da bilo tko može ostvariti rezultate jednake tržišnom prosjeku samo držanjem reprezentativnih dionica, može se učiniti jednostavnim 'biti bolji od prosjeka'. Međutim, broj pametnih ljudi koji isto pokušavaju učiniti je iznenađujuće velik. Većina investicijskih fondova sa svim svojim iskusnim zaposlenicima nije uspjela ostvariti rezultate na razini prosjeka tržišta. Vezano uz to, većina predviđanja koje su objavljivale brokerske kuće bila su manje pouzdana od jednostavnog bacanja novčića.

Pri pisanju ove knjige pokušali smo misliti na osnovne zamke investiranja. Naglašavane su vrline jednostavnih strategija – kupovina visokokvalitetnih obveznica plus diversificirana lista običnih dionica – što može napraviti svaki investitor uz pokoji stručni savjet. Pustolovina koja se nalazi iza korištenja ovakvih strategija je ispunjena nepredvidljivim poteškoćama, koje u prvom redu ovisе o temperamentu tržišta. Prije nego što se upuste u takvu pustolovinu, investitorima bi trebalo biti u potpunosti jasna razlika između investiranja i špekuliranja, kao i između tržišne cijene i fundamentalne vrijednosti.

Neovisan pristup investiranju, temeljen na principu dodatka za sigurnost, može dati prilično dobre rezultate. Međutim, prije nego što isprobate zaraditi više nego što možete defenzivnim investiranjem, morate biti sigurni da ste dobro provjerili u što ulažete svoj novac.

Sada ćemo dati završnu misao. Kada je mladi autor ove knjige došao na Wall Street u lipnju 1914., nitko nije mogao nagovijestiti što će se dogoditi u sljedećoj polovici stoljeća. (Tržište dionica nije ni posumnjalo da će Prvi svjetski rat započeti za dva mjeseca i zatvoriti burzu u New Yorku.) Danas, 1972. godine, nalazimo se u najbogatijoj i najutjecajnijoj zemlji na svijetu suočeni sa svakakvim problemima te smo više prestrašeni nego sigurni što nas čeka u budućnosti. Ako se samo ograničimo na iskustvo s američkim investicijama, postoji ohrabrenje da će biti temeljeno na iskustvu zadnjih 57 godina. Uza sve preokrete i nesretne slučajeve, zdravi i pouzdani investicijski principi općenito daju zdrave i pouzdane rezultate. Moramo se osloniti na pretpostavku da će i u budućnosti biti tako.

Napomena za čitatelja: Ova knjiga ne posvećuje pažnju ukupnoj financijskoj politici štediša i investitora; bavi se samo onim dijelom sredstava koji su investitori spremni plasirati u utržive (ili otkupljive) vrijednosne papire, tj. obveznice i dionice.

Kao posljedica toga, nećemo raspravljati o važnim instrumentima kao što su štedni depoziti, računi kod štedionica, životna osiguranja, anuiteti te hipoteke na nekretnine ili investicije u vlastito poduzeće. Čitatelj stalno mora imati u mislima da riječ 'danas' koristimo u kontekstu kraja 1971. ili početka 1972. godine.

KOMENTAR UVODA

Ako ste izgradili dvorce u zraku, vaše djelo nije izgubljeno; tamo je gdje treba i biti. Sada samo napravite temelje ispod njih.

Henry David Thoreau, Walden

Primijetite kako Graham u samom početku najavljuje da vam ova knjiga neće reći kako ostvariti rezultate bolje od prosjeka tržišta. To ne može reći niti jedna istino-ljubiva knjiga.

Umjesto toga, ova knjiga će vas naučiti tri vrlo važne lekcije:

- kako umanjiti šanse da nepovratno izgubite novac
- kako uvećati šanse da postignete održive zarade
- kako možete kontrolirati svoje poražavajuće ponašanje koje većinu investitora sprečava da ostvare svoj puni potencijal.

Vratimo se unazad u kasne devedesete kada se činilo da se tehnološki šokovi udvostručavaju svaki dan te se ideja da bismo mogli izgubiti skoro sav novac činila apsurdnom. Međutim, krajem 2002. godine mnoga internetska i telekomunikacijska društva izgubila su 95% svoje vrijednosti. Kada izgubite 95% novca, potrebno je povećanje od 1.900% *samo da se vratite gdje ste i započeli*.^{*} Preuzimanje neozbiljno visokog rizika može vas odvesti na dno iz kojeg se nećete više moći vratiti. Zbog toga Graham stalno ističe važnost izbjegavanja gubitaka – ne samo u 6., 14. i 20. poglavlju, već su savjeti protkani kroz cijelu knjigu. Koliko god bili pažljivi, vrijednost vaših investicija past će s vremena na vrijeme. Iako nitko ne može eliminirati taj rizik, Graham će vam pokazati kako se s tim trebate nositi te kako možete kontrolirati svoje strahove.

JESTE LI VI INTELIGENTNI INVESTITOR?

Sada ćemo odgovoriti na jednako važno pitanje: što zapravo Graham smatra pod pojmom 'inteligentni' investitor? Graham je definirao pojam u prvom izdanju ove knjige te je jasno naznačio da ova vrsta inteligencije nema nikakve veze s rezultatima testova inteligencije ili prijemnog ispita za fakultet (SAT). To znači biti strpljiv, discipliniran te imati veliku želju za učenjem; morate znati sputavati svoje osjećaje i misliti samostalno. Ovakva vrsta inteligencije, kao što objašnjava Graham, "više je karakteristika karaktera nego uma".^{**}

Postoje dokazi da visok rezultat na testovima inteligencije i visoko obrazovanje nisu dovoljni da bi investitor bio inteligentan. Long-Term Capital Management L.P.,

^{*}Kako biste u potpunosti shvatili ovu izjavu, razmislite kolika je vjerojatnost da dionicu koju ste kupili po cijeni od 30 dolara možete prodati po 600 dolara.

^{**}Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), str. 4.

hedžing fond kojim je upravljao velik broj matematičara, računalnih stručnjaka te dva nobelovca iz ekonomije, u 1998. godini je u samo nekoliko tjedana izgubio više od 2 milijarde dolara na okladi da će se tržište obveznica vratiti na 'normalnu' razinu. Međutim, tržište obveznica se ponašalo sve nepravilnije te je LTCM posudio toliko novaca da je njegova propast skoro uzdrmla cijelo globalno financijsko tržište.*

Daleke 1720. sir Isaac Newton je posjedovao dionice poduzeća South Sea Company, najatraktivnije dionice u Engleskoj. Osjećajući da tržište izmiče kontroli, veliki fizičar je promrmljao da "može izračunati kretanje nebeskih tijela, ali ne i pomahnitalost ljudi". Newton je prodao dionice i zaradio 7.000 funti ili prinos od 100%. Samo nekoliko mjeseci kasnije u zamahu divljeg entuzijazma na tržištu, Newton je ponovno kupio dionicu po višoj cijeni i izgubio 20.000 funti (što je ekvivalent 3 milijuna dolara danas). Za ostatka njegova života zabranio je bilo kome da izgovori riječi South Sea u njegovoj prisutnosti.**

Sir Isaac Newton jedan je od najinteligentnijih ljudi koji su ikad živjeli, po kriterijima kako bi većina nas danas definirala inteligenciju. Međutim, u Grahamovim terminima, Newton je bio daleko od inteligentnog investitora. S obzirom da je dopustio da brujanje ljudi bude važnije od njegove ocjene, najveći svjetski znanstvenik ponio se poput budale.

Ukratko, niste glupi ako ste do sada bili neuspješan investitor. To je zato što, kao ni Isaac Newton, niste razvili emocionalnu disciplinu koja je, potrebna za uspješno investiranje. U 8. poglavlju Graham opisuje kako poboljšati inteligenciju sputavanjem emocija te neobraćanjem pažnje na neracionalnost tržišta. U tom poglavlju možete naučiti da je biti inteligentan investitor više stvar 'karakter' nego 'uma'.

KRONIKA PROPASTI

Pogledajmo sada neke od najvećih financijskih kretanja posljednjih godina:

1. Najveći pad tržišnih vrijednosti od Velike krize (od ožujka 2000. do listopada 2002.) kada su dionice u SAD-u izgubile 50,2% vrijednosti.
2. Još veći pad cijena najatraktivnijih dionica devedesetih, kao što su AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent i Qualcomm, plus potpuni nestanak stotina dionica internet-skih društava.
3. Optužbe za masovne financijske prijevare u nekim od najvećih i najcjenjenijih korporacija u SAD-u, uključujući Enron, Tyco i Xerox.
4. Bankrot nekada blistavih društava kao što su Conseco, Global Crossing i WorldCom.

*Hedžing fond' predstavlja novac, najvećim dijelom nereguliran od strane države, udružen za agresivna ulaganja bogatih građana. Za izvrsno objašnjenje priče o LTCM-u, vidi Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

**John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, London, 1960), str. 131. i 199. Isto vidi www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

5. Navodi da su revizorske tvrtke prikazivale rezultate te čak i uništavale dokaze kako bi pomogle svojim klijentima da dovedu u zabludu investicijsku javnost.
6. Optužbe da je top menadžment vodećih društava preusmjerio milijune dolara u svoj džep.
7. Dokaz da su analitičari na Wall Streetu javno hvalili neke dionice, a da su pritom privatno govorili da su smeće.
8. Tržište dionica koje se prema povijesnom iskustvu čini da je precijenjeno, čak i nakon strašnog pada nagovještava da dionice mogu još prilično pasti.
9. Neumoran pad kamatnih stopa ostavlja investitore bez atraktivne alternative dionicama.
10. Investicijsko okruženje koje je uznemireno nepredvidljivim prijetnjama globalnog terorizma i rata na Srednjem istoku.

Većina štete mogla se izbjeći da su investitori naučili i primijenili Grahamove principe. Graham tako navodi da "iako je entuzijazam prijeko potreban u svakom poslu, na Wall Streetu zasigurno dovodi do katastrofe". Puno ljudi se zanjelo dionicama internetskih društava, velikih 'brzorastućih' društava, te dionicama općenito, pa su napravili iste glupe pogreške kao i Isaac Newton. Ignorirali su Grahamovo upozorenje kako se "stvarno grozni gubici" uvijek pojavljuju nakon što "kupac zaboravi pitati 'Koliko nudite?'". Najbolnije od svega, popuštanjem samokontrole baš u trenutku kada im je bila najpotrebnija dokazali su Grahamove tvrdnje da je "najveći problem investitora i njegov najveći neprijatelj on sam".

"SIGURNA STVAR"

Mnogi ljudi su se posebno zanjeli dionicama tehnoloških i internetskih društava vjerujući da će visokotehnološka priroda industrije omogućiti veći rast tih dionica sljedećih godina, ako ne i zauvijek:

- Sredinom 1999., nakon što je zaradio prinos od 117,3% u prvih pet mjeseci godine, menadžer Monument Internet Funda Alexandar Cheung predvidio je da će njegov fond zaraditi 50% godišnje sljedećih tri do pet godina te godišnji prosječni prinos od 35% 'sljedećih 20 godina'.*

*Constance Loizos, "O&A: Alex Cheung", *InvestmentNews*, 17. svibnja 1999., str. 38. Najveći dvadesetogodišnji prinos uzajamnog investicijskog fonda od 25,8% godišnje je ostvario fond Fidelity Magellan koji je vodio legendarni Peter Lynch do 31. prosinca 1994. Takav prinos bi pretvorio 10.000 dolara u 982.000 dolara u dvadesetogodišnjem razdoblju. Cheung je predvidio da bi njegov fond pretvorio 10.000 dolara u više od 4 milijuna u istom razdoblju. Umjesto da Cheunga smatraju smiješno preoptimističnim, investitori su nasrnuli u njegov fond stavivši više od 100 milijuna dolara sljedeće godine. Vrijednost investicije od 10.000 dolara u Monument Internet Fund u svibnju 1999. pala je na 2.000 na kraju 2002. godine. (Monument fund više ne postoji u svojem inicijalnom obliku te je danas poznat pod imenom Orbitex Emerging Technology Fund.)

- Nakon što je 1999. godine Amerindo Technology Fund narastao nevjerojatnih 248,9%, njegov menadžer portfelja Alberto Vilar je ismijao svakoga tko se usudio sumnjati u internet kao stroj za neprestano zarađivanje novca: "Ako ne ulažete u ovaj sektor, rezultati će vam biti slabiji. Nalazite se u kočiji s konjima dok sam ja u Porscheu. Ako ne volite 10 puta veće mogućnosti za profit, otiđite negdje drugdje."^{**}
- U veljači 2000. menadžer uzajamnog fonda James J. Cramer objavio je da su internetska i s njima povezana društva "jedina vrijedna vlasništva u ovome trenutku". "Pobjednici novog doba", kako ih je nazvao, "jedini su s konzistentno boljim rezultatima od ostalih, kako u dobrim, tako i u lošim vremenima". Cramer je kritizirao i Grahama: "Trebali biste odbaciti sve formule i knjige koje su postojale prije interneta... Da smo koristili bilo što od onog što su nas Graham i Dodd učili, ne bismo imali niti novčića u našim fondovima."^{***}

Svi navedeni takozvani eksperti ignorirali su Grahamova razborita upozorenja: "Očiti izgledi da će poduzeće fizički rasti ne pretvaraju se uvijek u očite profite za investitore." Iako se čini laganim predvidjeti koja će industrija najbrže rasti, ta činjenica nema realne vrijednosti ako svi investitori očekuju istu stvar. U vrijeme kada svi odluče da je pojedina industrija 'očito' najpogodnija za investiranje, cijene dionica su već toliko porasle da budući prinosi nemaju kamo ići nego prema dolje.

Barem sada, nitko nema hrabrosti tvrditi da će dionice tehnoloških društava još uvijek biti industrija s najvećim rastom. Međutim, upamtite sljedeće: ljudi koji danas tvrde da će sljedeća 'sigurna investicija' biti zdravstvo, nekretnine ili zlato, vjerojatno nisu ništa više u pravu nego zagovaratelji dionica tehnoloških društava.

SREBRNA PODSTAVA

Ako se u devedesetima niti jedna cijena nije činila visokom, u 2003. godini se čini da niti jedna cijena nije dovoljno niska. Njihalica se njiše, kao što je Graham odvijek znao, od neracionalnog izobilja do neopravdanog pesimizma. Godine 2002. investitori su povukli 27 milijardi dolara iz uzajamnih dioničkih fondova te je anketa koju je napravila Securities Industry Association pokazala da je desetina investitora smanjila sredstva uložena u dionice barem za 25%. Isti ljudi koji su kupovali dionice u kasnim devedesetima, kada su im cijene rasle pa su i postale skupe, prodavali su ih kada su cijene padale pa su, po definiciji, postajale jeftinije.

^{*}Lisa Reilly Cullen, "The Triple Digit Club", *Money*, prosinac 1999., str. 170. Ako ste investirali 10.000 dolara u Vilarov fond krajem 1999., odnijeli ste 1.195 dolara krajem 2002. godine – to je bila jedna od najvećih destrukcija u cijeloj povijesti uzajamnih fondova.

^{**}Vidi www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Cramerove omiljene dionice nisu imale "konzistentno bolje rezultate od ostalih kako u dobrim, tako i u lošim vremenima". Na kraju 2002. godine jedna desetina tih društava bankrotirala je te bi vas 10.000 dolara investiranih u Cramerove dionice ostavilo s ukupno 594,44 dolara ili gubitkom od 94%. Možda je Cramer mislio da su njegove dionice 'dobitnici' ne 'novog doba', već doba koje će tek doći.

Kako Graham pokazuje u 8. poglavlju, to je upravo suprotno od onoga što bi trebalo biti. Inteligentni investitor bi trebao shvatiti kako cijene dionica rastu, one postaju sve rizičnije te kako cijene padaju, postaju manje rizične. Inteligentni investitor strahuje od rastućeg tržišta jer je na njemu skuplje kupovati dionice. Vrijedi i obrnuto (dokle god imate dovoljno novca pri ruci kako biste zadovoljili potrebe) – trebali biste odobravati padajuće tržište jer su onda dionice na rasprodaji.*

Stoga budite uvjereni: kraj rastućeg tržišta nije loša vijest kao što svi misle. Zahvaljujući padu cijena dionica, sada je značajno sigurnije i razumnije vrijeme za izgradnju svog portfelja. Čitajte dalje i dopustite Grahamu da vam pokaže kako.

*Jedina iznimka od ovog pravila vrijedi za investitora u podmakloj fazi mirovine koji možda neće imati priliku nadživjeti dugotrajno padajuće tržište. Međutim, čak i stariji investitor ne bi trebao prodavati dionice samo zato što se cijena smanjila; takav pristup ne samo da pretvara gubitke na papiru u stvarne gubitke, nego i lišava njegove nasljednike mogućnosti nasljeđivanja dionica uz niži trošak jer će platiti manji porez na nasljedstvo.

Hrvatskom čitatelju

Kao mladi asistent, u okviru poslovnih financija tadašnjeg, samoupravnog socijalističkog sustava, upoznao sam se s osnovama financijske analize. Jedna od nezaobilaznih točaka u tome svakako je bila "Analiza vrijednosnih papira" (Securities Analysis) Grahama i Dodda. Naravno, nisam imao čast upoznati ih, tako da ne mogu o njima, posebice o Benjaminu Grahamu, pisati sa sentimentom prema učitelju i prijatelju kao Warren Buffett. Meni ostaje samo poštivanje utjecaja i djela autora "Inteligentnog investitora". Hvala izdavaču što mi je učinio čast da mogu biti redaktor hrvatskog izdanja ove knjige. Zaista se tome izuzetno veselim.

Warren Buffett nastojao je oživjeti ovu knjigu i za prilike na prijelazu tisućljeća. Iako pisana primarno za američke prilike, ova knjiga otkriva univerzalne mudrosti ulagačima na bilo kojem zemaljskom kutu gdje postoji određeno tržište vrijednosnih papira. Ona je tako svojevrsni putokaz ulagačima i na hrvatskom tržištu. Zbog toga sam svoju ulogu redaktora shvatio kao pisanje svojevrsnog uvodnika za razumijevanje osnovnih zakonomjernosti s kojima je suočen bilo koji ulagač u vrijednosne papire i općenito financijske investicije na hirovitom, pomalo čudnom, a nadasve burnom hrvatskom financijskom tržištu.

Hrvatski je čovjek, prije nastajanja mogućnosti da postane investitor, proživio različita društvena uređenja, počevši od ortodoksnog komunizma sovjetskog tipa, preko samoupravnog socijalizma, do pretvorbe, privatizacije i drugih zaobilaznih putova do zaživljavanja gospodarskih uvjeta modernog društva. Nažalost, ti su se procesi odvijali po revolucionarnom scenariju koji je nastojao raskoliti neumitne tokove napretka u svakoj, koliko je god nastojali ocrniti, fazi tog procesa prerastanja kapitalizma u kapitalizam. Bez nastojanja političkih nositelja promjena da izbrišu sve tekovine, tako i pozitivne, prethodnoga hrvatski bi čovjek bio mudriji i racionalniji u svijetu bespoštedne borbe za osobni, a tako i društveni boljitak. Nažalost, situacija se bitno ne mijenja niti danas.

Je li hrvatski ulagač inteligentan investitor? Niječan odgovor svakako bi bio u sukobu s dokazanom snalažljivošću domaćeg čovjeka u različitim situacijama, bez obzira što sam Benjamin Graham ističe kako investitorska inteligencija nema izravne veze s onom koja se mjeri testovima i pokazuje u različitim situacijama. Potvrđan odgovor na ovo pitanje negirao bi činjenicu da hrvatskog ulagača dnevno zasipaju krivim pa čak i lažnim informacijama nazoviekspertata, priučenih investicijskih savjetnika, loše prevedenih stranih knjiga i udžbenika, povjerljivih izvora i financijskih stručnjaka okupljenih oko onog što se naziva istraživačko novinarstvo i inih dušebrižnika, a da se o savjetima i komentarima različitih političara i ne govori. Ne samo zbog toga, već i zbog značaja napisanih riječi Benjamina Grahama te njegova utjecaja na razmišljanje o investicijama i tržištu, ova je knjiga dobrodošlo štivo potencijalnim domaćim investitorima, investicijskim savjetnicima, studentima i svakom tko, na jednostavan način, želi saznati nešto više o investiranju na način da se primarno nastoji previše ne izgubiti.

PRVO POGLAVLJE

Investiranje naspram špekulaciji: Što se očekuje od inteligentnog investitora

Ovo poglavlje će prikazati poglede koji će se iznijeti u ostatku knjige. Cilj je iz početka izgraditi naš koncept primjerene politike portfelja za individualnog, neprofesionalnog investitora.

Investiranje naspram špekulaciji

Što mislimo pod riječju ‘investitor’? U cijeloj knjizi pojam ćemo koristiti u proturječnosti s pojmom ‘špekulant’. Daleke 1934. godine u našem udžbeniku *Security Analysis*¹ pokušali smo precizno formulirati razliku između dva pojma: “Investicija je operacija koja, nakon temeljite analize, obećava sigurnu glavnica i primjeren prinos. Operacije koje ne zadovoljavaju te zahtjeve su špekulativne.”

Iako smo se uporno držali te definicije svih sljedećih 38 godina, vrijedno je istaknuti značajne promjene koje su se dogodile u korištenju pojma ‘investitor’ kroz to vremensko razdoblje. Nakon velikog pada cijena na tržištu u razdoblju od 1929. do 1932., sve su se obične dionice smatrale prirodno špekulativnima. (Vodeći autoritet je odlučno izjavio da se jedino kupovina obveznica može smatrati investiranjem.²) Zato smo morali braniti našu definiciju od optužbi da smo dali preširok opseg konceptu investiranja.

Trenutačno je naša briga suprotne prirode. Moramo spriječiti naše čitatelje kako ne bi prihvatili uobičajeni žargon koji primjenjuje pojam ‘investitor’ za svakoga na tržištu dionica. U zadnjem izdanju citirali smo sljedeći naslov članka s prve stranice našeg vodećeg financijskog časopisa iz lipnja 1962.:

MALI INVESTITORI OČEKUJU PAD CIJENA,
KRATKO PRODAJU NEPOTPUNE PAKETE DIONICA

U listopadu 1970. isti je časopis objavio uredničku kritiku tzv. nepromišljenih investitora, koji su u to vrijeme žurili na kupovnu stranu.

Navedeni citati dobro ilustriraju konfuziju koja već dugo postoji pri korištenju riječi investiranje i špekulacija. Razmislite o definiciji investiranja koju smo predložili i usporedite je sa situacijom u kojoj neiskusni građanin prodaje nekoliko dionica a da pritom uopće ne zna što prodaje te je uvjeren, većinom prema svojim osjećajima, da će ih moći ponovno kupiti po puno nižoj cijeni. (Nije ne-