

Бенджамин Греъм

---

## **ИНТЕЛИГЕНТНИЯТ ИНВЕСТИТОР**

София, 2021

BENJAMIN GRAHAM

THE INTELLIGENT INVESTOR

*Rev. ed./updated with new commentary by Jason Zweig*

Copyright © 1973 by Benjamin Graham

Коментари: Copyright © 2003 by Jason Zweig

All rights reserved.

Published by arrangement with HarperBusiness,  
an imprint of HarperCollins Publishers.

© Издателство „Изток-Запад“, 2021

Всички права на български език запазени. Нито една част от тази книга не може да бъде възпроизвеждана или предавана под каквато и да е форма и по какъвто и да било начин без изричното съгласие на издателство „Изток-Запад“.

© Боян Костов, превод, 2021

© Деница Трифонова, оформление на корицата, 2021

ISBN 978-619-01-0816-0

БЕНДЖАМИН ГРЕЪМ

ИНТЕЛИГЕНТНИЯТ  
ИНВЕСТИТОР

Превод от английски  
*Боян Костов*



# Съдържание

Предговор към четвъртото издание от Уорън Бъфет	11
Няколко думи за Бенджамин Греъм от Джейсън Цвайг	13
Въведение. Какво очаква да постигне тази книга	17
КОМЕНТАР НА ВЪВЕДЕНИЕТО	26
1 Инвестиции срещу спекулации: резултати, които могат да се очакват от интелигентния инвеститор	33
КОМЕНТАР НА ГЛАВА 1	48
2 Инвеститорът и инфлацията	59
КОМЕНТАР НА ГЛАВА 2	69
3 Сто години история на фондовия пазар: нивото на цените на акциите в началото на 1972 г.	75
КОМЕНТАР НА ГЛАВА 3	89
4 Обща портфейлна политика: предпазливият инвеститор	97
КОМЕНТАР НА ГЛАВА 4	109
5 Предпазливият инвеститор и обикновените акции	121
КОМЕНТАР НА ГЛАВА 5	132
6 Портфейлна политика за предприемчивия инвеститор: отрицателен подход	141
КОМЕНТАР НА ГЛАВА 6	152
7 Портфейлна политика за предприемчивия инвеститор: положителната страна	161
КОМЕНТАР НА ГЛАВА 7	182

8	Инвеститорът и колебанията на пазара	191
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 8	213
9	Инвестиране в инвестиционни фондове	227
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 9	242
10	Инвеститорът и неговите съветници	257
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 10	271
11	Анализ на ценни книжа за непрофесионалния инвеститор: общ подход	279
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 11	299
12	Неща, които трябва да се имат предвид за печалбата на акция	307
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 12	318
13	Сравнение на четири регистрирани компании	327
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 13	335
14	Подбор на акции за предпазливия инвеститор	343
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 14	361
15	Подбор на акции за предприемчивия инвеститор	369
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 15	388
16	Конвертируеми емисии и варианти	395
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 16	409
17	Четири изключително поучителни истории	413
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 17	428
18	Сравнение на осем двойки компании	435
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 18	459
19	Акционери и мениджъри: дивидентна политика	473
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 19	482
20	„Марж на безопасност“ като централна концепция на инвестирането	495
	КОМЕНТАР НА ГЛАВА 20	506
	Послепис	513
	КОМЕНТАР НА ПОСЛЕПИСА	515

Приложения	517
1 Суперинвеститорите от Грeъм-и-Додсвил	517
2 Важни правила относно данъчната облагаемост на инвестиционните доходи и на сделките с ценни книжа (през 1972 г.)	539
3 Основи на данъчното облагане на доходите от инвестиции (обновено през 2003 г.)	540
4 Новите спекулации с обикновени акции	541
5 Пример: „Етна Мейнтнънс Къмпани“	552
6 Данъчно счетоводство на придобиването на акции на „Шарън Стийл“ от „Ен Ви Еф“	553
7 Технологични компании като инвестиции	554
БЛАГОДАРНОСТИ ОТ ДЖЕЙСЪН ЦВАЙГ	556
Предметен показалец	557
Именен показалец	563

Възпроизведеният тук текст е от четвъртото преработено издание, актуализирано от Грeъм през 1971–1972 г. и публикувано за пръв път през 1973 г. Моля, обърнете внимание, че шрифтът на оригиналните бележки под линия на Грeъм съвпада с използвания за авторския му текст, а новите бележки под линия, въведени от Джейсън Цвайг – с този, използван в коментара му към всяка глава.

## ВЪВЕДЕНИЕ

---

### *Какво очаква да постигне тази книга*

Целта на тази книга е да предостави във вид, подходящ за непрофесионалисти, насоки по отношение на приемането и прилагането на инвестиционни политики. Почти няма да говорим за техниката на анализиране на ценни книжа; повече внимание ще обърнем главно на инвестиционните принципи и нагласите на инвеститорите. Ще предоставя редица кратки сравнения на конкретни ценни книжа – предимно по двойки, появяващи се едни до други в списъка на Нюйоркската фондова борса, – за да покажа по конкретен начин важните елементи, които са включени в избора на обикновени акции.

Голяма част от книгата обаче ще бъде посветена на историческите модели на финансовите пазари, като в някои случаи ще се връщаме много десетилетия назад. За да инвестирате интелигентно в ценни книжа, трябва да бъдете въоръжени с адекватни познания за това как различните видове облигации и акции действително са се държали в различни условия, някои от които вероятно ще срещнете в собствената си практика. Никое твърдение не е по-вярно и по-подходящо за Уолстрийт от известното предупреждение на Сантаяна: „Този, който не помни миналото, е осъден да го повтаря.“

Този текст е насочен към инвеститорите, които се отличават от спекулантите, а първата му задача ще бъде да изясни и подчертае това вече почти забравено разграничение. Още в самото начало трябва да заявя, че това не е книга от типа „как да станеш милионер“. Никой няма да ви осигури лесен и сигурен път към богатството нито на Уолстрийт, нито където и да е другаде. Може би не е зле да подчертая важността на това, което току-що ви казах, използвайки малко финансова история – особено като се има предвид, че от нея могат да бъдат извлечени повече от една поуки. В кулминационната 1929 г. Джон Дж. Раскоб, една от най-важните фигури на Уолстрийт, както и в национален мащаб, възхвалява благословиите на капитализма в статия в списание „Лейдис Хоум Джърнъл“, озаглавена „Всички трябва да бъдат богати“<sup>1</sup>. Тезата му е, че със спестявания от

---

<sup>1</sup> Джон Раскоб (1879–1950) е директор на гигантската химическа компания „Дюпон“ и председател на финансовия комитет на „Дженеръл Мотърс“. Той също така е бил председател на Де-

само 15 щ.д. на месец, инвестирани в добри обикновени акции – с реинвестиране на дивидентите – може да бъдат събрани 80 000 щ.д. за период от двайсет години срещу инвестиране на едва 3600 щ.д. Ако магнатът от „Дженеръл Мотърс“ е прав, то това наистина е лесен път към богатството. Доколко е прав обаче? По най-груби изчисления – базирани на предполагаема инвестиция в 30-те акции, съставляващи промишления индекс „Дау Джоунс“ – ако указанията на Раскоб бяха следвани в периода от 1929 до 1948 г., активите на инвеститора в началото на 1949 г. биха били на стойност около 8500 щ.д. Това е далеч от обещаните от Раскоб 80 000 щ.д. и показва колко малко може да се разчита на такива оптимистични прогнози и уверения. В тази връзка обаче трябва да се отбележи, че реално реализираната възвръщаемост на тази 20-годишна операция би била по-добра от 8% годишна капитализация – и то въпреки факта, че инвеститорът би започнал да купува при ниво 300 на промишления индекс „Дау Джоунс“ и приключил с оценка на стойността на активите въз основа на крайно ниво 177 през 1948 г. Тази информация може да бъде разглеждана като убедителен аргумент в полза на принципа на редовното ежемесечно купуване на надеждни обикновени акции независимо от състоянието на пазара – метод, известен като „усредняване на разходите в долари“.

Тъй като тази книга не е адресирана до спекуланти, тя не е предназначена за тези, които търгуват на пазара. Повечето от тези хора се ръководят от диаграми или други до голяма степен механични средства за определяне на подходящите моменти за купуване и продаване. Принципът, който се отнася за почти всички т.нар. технически подходи, е, че трябва да се купува, защото дадени акции са покапнали или пазарът е тръгнал нагоре, и съответно трябва да се продава, защото е тръгнал надолу. Това изцяло противоречи на здравия разум от бизнес гледна точка и няма голяма вероятност да доведе до траен успех на Уолстрийт. От личен опит и наблюдения на фондовия пазар в продължение на над 50 години никога не съм срещал човек, който е успял постоянно или трайно да печели пари с подобно „следване на пазара“. С голяма увереност мога да заявя, че този подход е погрешен въпреки популярността си. Ще илюстрирам току-що казаното – макар че, разбира се, това не трябва да се приема за доказателство – като по-късно направим кратка дискусия за известната теория на „Дау Джоунс“ за търгуване на фондовия пазар.<sup>2</sup>

---

мократическата партия и движеща сила за изграждането на Емпайър Стейт Билдинг. Професорът по финанси Джеръми Сийгъл изчислява, че по плана на Раскоб за 20 години ще бъдат натрупани малко под 9000 щ.д., въпреки че инфлацията би изляла голяма част от тази печалба. За най-добър скоросен анализ на вижданията на Раскоб относно дългосрочните инвестиции в акции вж. есето на финансовия съветник Уилям Бернщайн на [www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm](http://www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm).

<sup>2</sup> „Кратката дискусия“ на Греъм е в две части, на с. 46 и с. 193–194. За повече подробности относно теорията на „Дау Джоунс“ вж. <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.



След първата ѝ публикация през 1949 г. преработени издания на „Интелигентният инвеститор“ излизат през интервал от приблизително пет години. При обновяването на настоящата версия се налага да обърнем внимание на многото промени на пазара след написването на изданието от 1965 г. Те включват:

1. Безпрецедентно покачване на лихвения процент на облигациите от висок клас.
2. Спад с около 35% на нивото на цените на водещите обикновени акции, който приключва през май 1970 г. Това е най-големият спад в проценти за последните 30 години. (Голям брой емисии с по-ниско качество претърпяват доста по-сериозен спад.)
3. Продължаваща инфлация на цените на едро и потребителските цени, която набира скорост дори при спада на бизнеса като цяло през 1970 г.
4. Бързото развитие на „конгломератните“ компании, франчайзинг операциите и други сравнително нови тенденции в бизнеса и финансите. (Те включват редица сложни механизми, като например „нерегистрирани акции“<sup>3</sup>, варианти, опции върху акции, подвеждащи наименования, използване на чуждестранни банки и др.)<sup>4</sup>
5. Фалит на най-голямата американска железопътна компания, прекомерни краткосрочни и дългосрочни дългове на много, доскоро утвърдени компании и дори смущаващ проблем с платежоспособността сред брокерските къщи на Уолстрийт<sup>5</sup>.
6. Появата на модата за „результатност“ при управлението на инвестиционни фондове, включително някои доверителни фондове, управлявани от банки, но с тревожни резултати.

Тези явления ще бъдат внимателно разгледани, като някои от тях ще наложат промени на заключенията и акцентите в предишното издание на книгата. Ос-

<sup>3</sup> „Нерегистрирани акции“ са акции, които не са регистрирани за продажба в Комисията на ценни книжа и борси (SEC) и за която купувачът доставя писмо, в което се посочва, че покупката е била за инвестиция.

<sup>4</sup> Взаимните фондове купуват „нерегистрирани акции“ в частни трансакции, след което незабавно преоценяват тези акции на по-висока публична цена (вж. определението на Греъм в предната бележка). Това дава възможност на тези т.нар. go-go фондове да отчетат неустойчиво високи доходи в средата на 60-те години на миналия век. Американската комисия по ценни книжа и борси се справя с тези злоупотреби през 1969 г. и те вече не са проблем за инвеститорите във фондове. Вариантите и опциите са обяснени в глава 16.

<sup>5</sup> „Пен Сентръл Транспортейшън Къмпани“, тогава най-голямата железопътна компания в Съединените щати, търси защита от фалит на 21 юни 1970 г., шокирайки инвеститорите, които дори не са си представяли, че подобна гигантска компания може да фалира (вж. с. 413). Сред компаниите с „прекомерен“ дълг Греъм има предвид „Линг-Темко-Воут“ и „Нашънъл Дженеръл Корпорейшън“ (вж. с. 416 и 450). Проблемът с платежоспособността на Уолстрийт възниква между 1968 и 1971 г., когато няколко престижни брокерски къщи внезапно рухват.

новните принципи на стабилната инвестиция не би трябвало да се променят от десетилетие до десетилетие, но прилагането на тези принципи трябва да бъде адаптирано към значителни промени във финансовите механизми и климат.

Последното твърдение е поставено на изпитание по време на написването на настоящото издание, чийто първи вариант е завършен през януари 1971 г. По това време промишленият индекс „Дау Джоунс“ бързо се възстановява от ниското си ниво от 632 през 1970 г. и се покачва към високото ниво от 951 през 1971 г. със съпътстващо чувство на оптимизъм. При завършването на окончателния вариант на книгата през ноември 1971 г. пазарът е във вихъра на нов спад, който понижава нивото до 797 с възобновено всеобщо безпокойство относно бъдещето му. Не съм позволил тези колебания да повлияят на общата ми нагласа за стабилна инвестиционна политика, която остава по същество непроменена от първото издание на книгата през 1949 г.

Степента на свиване на пазара през 1969–1970 г. би трябвало да послужи за разсейване на една илюзия, която набира популярност през последните две десетилетия, а именно, че водещите обикновени акции могат да бъдат закупени по всяко време и на всяка цена с уверението не само за крайна печалба, но и че всяка междувременна загуба скоро ще бъде компенсирана от подновен растеж на пазара до нови високи нива. Това е прекалено хубаво, за да бъде истина. Накрая фондовият пазар се „нормализира“ в смисъл, че както спекулантите, така и акционерите трябва отново да бъдат подготвени да претърпят значителни и може би продължителни спадове, както и покачвания на стойността на своите активи.

Хаосът, предизвикан от последния срив на пазара, е катастрофален за много обикновени акции от втора и трета линия, особено такива на наскоро основани предприятия. Това само по себе си не е нещо ново – случвало се е в подобни граници през 1961–1962 г. – но сега е налице нов елемент, криещ се във факта, че някои от инвестиционните фондове са поели големи ангажменти по високо-спекулативни и очевидно надценени емисии от този тип. Очевидно не само аматьорите в тази сфера трябва да бъдат подготвени, че ентузиазмът може да помага на много места за извършване на велики дела, но на Уолстрийт почти неизбежно води до провал.

Основният въпрос, с който трябва да се заемем, се дължи на огромния ръст на лихвата по първокачествените облигации. От края на 1967 г. инвеститорите са в състояние да получат над два пъти по-голям доход от такива облигации, отколкото биха могли от дивиденди на представителни обикновени акции. В началото на 1972 г. възвръщаемостта е 7,19% при облигациите от най-висок клас срещу едва 2,76% при индустриалните акции. (За сравнение в края на 1964 г. тези стойности са съответно 4,40% и 2,92%.) Изглежда невероятно, че когато първоначално написах тази книга през 1949 г., тези стойности бяха почти напълно противоположни: възвръщаемостта на облигациите бе едва 2,66%, а тази на акциите –

6,82%.<sup>6</sup> В предишните издания неизменно настоявах, че поне 25% от портфейла на консервативния инвеститор трябва да бъдат в обикновени акции, а в общия случай бях привърженик на разпределение 50 на 50 между двата вида активи. Сега трябва да се обмисли дали настоящото голямо предимство на доходността на облигациите над тази на акциите би оправдало политика на 100% облигации, докато съотношението между тези активи не се възстанови до по-разумни нива, както се очаква да се случи. Естествено въпросът за продължаващата инфлация ще бъде от голямо значение при вземането на това решение. На тази дискусия ще бъде посветена цяла глава<sup>7</sup>.

Преди време направих основно разграничение между двата вида инвеститори, към които е адресирана тази книга – „предпазливи“ и „предприемачи“. Предпазливият (или пасивен) инвеститор набляга основно върху избягването на сериозни грешки или загуби. Втората му цел е избягването на всякакви усилия, раздразнения, както и нуждата от по-често вземане на решения. Отличителната черта на предприемчивия (още активен или агресивен) инвеститор е неговото желание да отдели време и грижи за подбора на ценни книжа, които са едновременно надеждни и по-атрактивни от тези на средно ниво. В течение на много десетилетия предприемчивият инвеститор от този вид е можел да очаква заслужена отплата за своите по-големи умения и положени усилия под формата на по-голяма средна възвръщаемост от тази, реализирана от пасивния инвеститор. Съмнително е дали в днешните условия активните инвеститори биха получили съществена отплата за труда си. Но следващата година или в годините след това нещата може да са различни. Следователно ще продължа да обръщам внимание на възможностите за предприемаческо инвестиране, тъй като те са съществували в предишни периоди и може пак да се върнат.

Отдавна се е наложило мнението, че изкуството на успешните инвестиции се състои на първо място в избора на онези отрасли на промишлеността, които най-вероятно ще се развият в бъдеще, а след това в идентифицирането на най-перспективните компании в тези отрасли. По-находчивите инвеститори например – или техните находчиви съветници – вероятно отдавна са разпознали големите възможности за развитие на компютърната индустрия като цяло и в частност на „Ай Би Ем“. Същото се отнася и за редица други бързо развиващи се индустрии и компании. Но това не е толкова лесно, колкото винаги изглежда в ретроспекция. За да изясня това от самото начало, ще добавя тук параграф, който включвам за първи път в изданието на тази книга от 1949 г.

<sup>6</sup> Горните данни са на „Мудис“ за облигации с рейтинг ААА и индустриални акции.

<sup>7</sup> Вж. глава 2. Към начало на 2003 г. американските държавни облигации с падеж след 10 години дават 3,8%, докато акциите (измерени с промишления индекс „Дау Джоунс“) носят 1,9%. (Обърнете внимание, че това отношение не е чак толкова различно от показателите от 1964 г., които цитира Греъм.) Доходите, генерирани от облигации с най-високо качество, непрекъснато намаляват след 1981 г.

Такъв инвеститор може например да бъде купувач на акции на авиокомпаниите, тъй като смята, че бъдещето им е още по-блестящо от тенденцията, която пазарът вече отразява. За този клас инвеститори стойността на тази книга ще се крие повече в нейните предупреждения срещу клопки, дебнещи в този любим инвестиционен подход, отколкото във всяка положителна техника, която ще му помогне по пътя му.<sup>8</sup>

Скритите капани се оказват особено опасни в индустрията, която споменах. Разбира се, беше лесно да се прогнозира, че обемът на въздушния трафик ще нарасне грандиозно през годините. Поради този фактор техните акции станаха любим избор на инвестиционните фондове. Но въпреки разрастването на приходите – с темпове дори по-големи от тези в компютърната индустрия – комбинацията от технологични проблеми и свръхразширяване на капацитета доведе до колебливи и дори пагубни резултати. През 1970 г. въпреки още по-високия обем на въздушен трафик авиокомпаниите претърпяват загуба от около 200 млн. щ.д. за своите акционери. (Те имат загуби и през 1945 и 1961 г.) През 1969–1970 г. акциите на тези компании отново показват по-голям спад, отколкото този на общия пазар. Оказва се, че дори високоплатените експерти на взаимните фондове на пълно работно време напълно грешат относно сравнително краткосрочното бъдеще на една съществена индустрия.

От друга страна, въпреки че инвестиционните фондове имат значителни инвестиции във и печалби от „Ай Би Ем“, комбинацията от очевидно високата цена и невъзможността да бъдат сигурни в темповете на растеж им пречи да вложат повече от, да речем, 3% от средствата си в тази прекрасна компания. Следователно ефектът на този отличен избор върху общите им резултати в никакъв случай не е определящ. Освен това много – ако не и повечето – от инвестициите им в компании от компютърната индустрия, различни от „Ай Би Ем“, изглежда, са нерентабилни. От тези два широкообхватни примера вадим два извода за читателите на тази книга:

1. Очевидните перспективи за физически растеж в бизнеса не водят до очевидни печалби за инвеститорите.
2. Експертите нямат надеждни методи за подбор и концентриране върху най-перспективните компании в най-обещаващите индустрии.

---

<sup>8</sup> „Акциите на авиокомпаниите“, естествено, предизвикват толкова вълнение в края на 40-те и началото на 50-те години на ХХ в., колкото интернет акциите правят половин век по-късно. Сред най-горещите взаимни фондове от онази епоха са „Аеронотикъл Секюритис“ и „Мисайлс Рокетс Джетс енд Отомейшън Фънд“. Те подобно на акциите, които притежават, се оказват инвестиционна катастрофа. Днес е общоприето, че кумулативните приходи на въздухоплователната индустрия през цялата ѝ история са отрицателни. Урокът, който Гръъм дава, не е, че трябва да избягвате да купувате акции на авиокомпаниите, а че никога не трябва да се поддавате на „сигурността“, че която и да е индустрия ще надмине всички останали в бъдеще.

Авторът не следва този подход във финансовата си кариера като управител на фондове и не може нито да предложи конкретен съвет, нито да насърчи онези, които биха желали да го опитат.

Каква тогава е целта на тази книга? Основната ѝ цел е да насочи читателя как да избягва областите на възможни съществени грешки и същевременно разрабтането на политики, които да са подходящи за него. Основна тема е психологията на инвеститорите. Защото основният проблем на инвеститора – а може би дори най-лошият му враг – вероятно е самият той. („Вината, уважаеми инвеститори, не е в нашите звезди – и не в нашите акции, – а в нас самите...“) Това важи в още по-голяма степен за последните десетилетия, тъй като на консервативните инвеститори се наложи да се сдобият с обикновени акции и по този начин да се изложат волю-неволю на вълненията и изкушенията на фондовия пазар. Надявам се с аргументи, примери и увещания да помогна на читателя да установи правилното ментално и емоционално отношение към неговите инвестиционни решения. Далеч повече пари се печелят и притежават от „обикновени хора“, които са с подходящия темперамент за инвестиционния процес, отколкото от тези, които не разполагат с такива качества, въпреки че имат богати познания в областта на финансите, счетоводството и борсовата история.

Освен това се надявам да внуша на читателя необходимостта да измерва и определя количествено. В 99 от 100 случая може да се каже, че акции на някаква цена са достатъчно евтини за закупуване, а на друга цена са толкова скъпи, че трябва да бъдат продадени. Навикът да свързваме това, което се плаща, с това, което се предлага, е безценна черта в инвестициите. В статия в женско списание преди много години съветвам читателите да купуват акции така, както купуват хранителни стоки, а не както купуват парфюмите си. Страховитите загуби от последните няколко години (и в много подобни ситуации преди това) са реализирани от онези емисии на обикновени акции, при които купувачът е забравил да попита „Колко?“.

През юни 1970 г. на въпроса „Колко?“ може да се отговори с вълшебното число 9,40% – доходността, която може да се получи при нови емисии на висококачествени комунални облигации. Това вече е спаднало до около 7,3%, но дори тази доходност ме изкушава да си задам въпроса: „Защо имам нужда от друг отговор?“ Има обаче и други възможни отговори и те трябва да бъдат внимателно обмислени. Освен това повтарям, че трябва предварително да сме подготвени за евентуално доста различни условия като, да речем, тези от 1973–1977 г.

Ще представя по-подробно една положителна програма за инвестиции в акции, част от която е в рамките на компетенциите и на двата класа инвеститори, а друга част е предназначена основно за групата на предприемачите. Колкото и да е странно, едно от основните ми изисквания към читателя е да се ограничи до емисии, които се продават на цена, която не надвишава много стойността на

материалните активи на компанията<sup>9</sup>. Причината за този на пръв поглед остарял съвет е както практическа, така и психологическа. Опитът ни учи, че макар да има много добри компании на растежа, чиято стойност надхвърля неколкосткратно нетните им активи, купувачът на такива акции ще бъде твърде зависим от капризите и колебанията на фондовия пазар. За разлика от това инвеститорът в акции, да речем, на компании за комунални услуги на стойност, приблизително равна на нетните им активи, винаги може да се смята за собственик на дял от стабилен и разширяващ се бизнес, придобит на рационална цена – независимо от това, което фондовият пазар би могъл да каже по въпроса. Крайният резултат от такава консервативна политика вероятно ще се окаже по-добър от резултата от вълнуващи приключения в бляскавите и опасни полета на очаквания растеж.

Изкуството на инвестициите има една характеристика, която по принцип не се цени. Непрофесионален инвеститор може да постигне заслужен, макар и невпечатляващ резултат с минимални усилия и възможности; но за да надскочите този лесно постижим стандарт, са нужни много старание и още повече мъдрост. Ако вложите само малко допълнителни знания и умения във вашата инвестиционна програма, вместо да реализирате малко по-добри от нормалните резултати, може да се окаже, че сте се справили по-зле.

Тъй като всеки – като просто купува и притежава акции от представителен списък – може да изравни средните стойности на пазара, надминаването на средните стойности изглежда сравнително проста задача, но всъщност делът на умните хора, които опитват това и се провалят, е изненадващо голям. Дори мнозинството от инвестиционните фондове с всички свои опитни служители не се представят толкова добре през годините, колкото общият пазар. В допълнение към това има сериозни доказателства, че публикуваните прогнози за фондовия пазар на брокерските къщи са по-ненадеждни от простото хвърляне на ези-тура.

При написването на тази книга се опитах да не забравя този основен препъникамък на инвестиционната дейност. Отново наблягам на стойността на простата портфейлна политика – закупуването на висококачествени облигации плюс диверсифициран списък с водещи обикновени акции, което всеки инвеститор може да осъществи с малко експертна помощ. Приключенията отвъд тази безопасна и сигурна територия са изпълнени с предизвикателства и трудности, особено що се отнася до темперамента. Преди да се опита да предприеме подобно начинание, инвеститорът трябва да се чувства сигурен в себе си и в своите съветници,

---

<sup>9</sup> Материалните активи включват физическата собственост на компанията (като недвижими имоти, фабрики, оборудване и материални акции), както и финансовите ѝ баланси (като парични средства, краткосрочни инвестиции и вземания). Сред елементите, които не са включени в материалните активи, са марки, авторски права, патенти, франчайзи, репутация и търговски марки. За да видите как да изчислите стойността на материалните активи, вж. бележка под линия 13 на с. 200.

особено по отношение на това дали имат ясна концепция за разликата между инвестиции и спекулации и между пазарна цена и базова стойност.

Решителният подход към инвестирането, твърдо основан на принципа на марж на безопасност, може да доведе до добри резултати. Но решение да се опита постигането на тези резултати вместо гарантираните плодове на предпазливите инвестиции не трябва да се взима без солидна самооценка.

И една последна мисъл в ретроспекция – когато аз като млад автор идвам на Уолстрийт през юни 1914 г., никой дори не си представя онова, което предстои да се случи през следващия половин век. (Фондовият пазар дори не подозира, че след два месеца ще избухне световна война, която ще затвори Нюйоркската фондова борса.) Сега, през 1972 г., САЩ се оказват най-богатата и мощна държава на Земята, но сме затрупани от всевъзможни големи проблеми и сме по-скоро тревожни, отколкото уверени в бъдещето. Но ако ограничим вниманието си към американския инвестиционен опит, последните 57 години трябва да ни носят известно успокоение. През всичките им превратности и жертви, колкото и непредвидени и потресавачи, остава вярно, че солидните инвестиционни принципи дават като цяло добри резултати. Трябва да действаме с презумпцията, че те ще продължат да го правят.

*Бележка за читателя:* Тази книга не се отнася за цялостната финансова политика на спестители и инвеститори; тя се занимава само с тази част от техните средства, която са готови да поставят в търгуеми (или изкупуеми) ценни книжа, т.е. в облигации и акции. Следователно няма да обсъждаме такива важни активи като спестявания и срочни депозити, сметки на спестовни и кредитни сдружения, застраховки за живот, анюитети, ипотеките и дялов капитал. Читателят трябва да има предвид, че когато види думата „сега“ или неин еквивалент в текста, става дума за края на 1971 г. или началото на 1972 г.

## Коментар на въведението

*Ако сте изградили замъци във въздуха, работата ви не трябва да се губи; точно там трябва да бъдат. Сега поставете основите под тях.*

Хенри Дейвид Торо, „Уолдън“<sup>1</sup>

**З**абележете, че Греъм обявява от самото начало, че тази книга няма да ви каже как да победите пазара. Никоя истинска книга не може това. Вместо това тази книга ще ви предаде три важни урока:

- как можете да сведете до минимум възможността да претърпите необратими загуби;
- как можете да увеличите максимално шансовете си за постигане на устойчиви печалби;
- как можете да контролирате самоунижаващото поведение, което пречи на повечето инвеститори да достигнат пълния си потенциал.

В периода на икономически бум в края на 90-те години на миналия век, когато цената на технологичните акции, изглежда, се удвоява всеки ден, представата, че можете да загубите почти всичките си пари, изглежда абсурдна. Но до края на 2002 г. много от акциите на дот-ком и телекомуникационните компании губят 95% или повече от стойността си. След като загубите 95% от парите си, трябва да спечелите 1900% *само за да се върнете там, откъдето сте започнали*<sup>2</sup>. Поemanето на глупав риск може да ви вкара толкова надълбоко, че на практика да е невъзможно да се измъкнете. Ето защо Греъм непрекъснато подчертава колко важно е да избягвате загубите – не само в глави 6, 14 и 20, но и в предупредителни нишки, които е вплел в целия си текст.

Но колкото и да сте внимателни, цената на вашите инвестиции от време на време ще намалява. Въпреки че никой не може да елиминира този риск, Греъм ще ви покаже как да го управлявате – и как да поставите страховете си под контрол.

---

<sup>1</sup> Прев. Албена Бакрачева, изд. „Хермес“, 2016.

<sup>2</sup> За пояснение помислете колко често е вероятно да закупите акция за 30 щ.д. и да можете да я продадете на цена от 600 щ.д.



## Вие интелигентен инвеститор ли сте?

Да отговорим на един жизненоважен въпрос. Какво точно има предвид Греъм под „интелигентен“ инвеститор? Още в първото издание на тази книга Греъм дефинира термина – и той пояснява, че този вид интелигентност няма нищо общо с коефициента на интелигентност или резултати теста SAT. Това просто означава да бъдете търпеливи, дисциплинирани и жадни за знания; трябва също така да можете да впрегнете емоциите си и да мислите самостоятелно. Този вид интелигентност, обяснява Греъм, „е черта повече на характера, отколкото на ума“<sup>3</sup>.

Има доказателство, че високият коефициент на интелигентност и висшето образование не са достатъчни, за да направят един инвеститор интелигентен. През 1998 г. „Лонг-Търм Капитъл Мениджмънт“, хедж фонд<sup>4</sup>, управляван от батальон от математици, компютърни учени и двама икономисти, печелили Нобелова награда, губи над 2 млрд. щ.д. за няколко седмици след огромен залог, че пазарът на облигации ще се върне към „нормалното“. Пазарът на облигации продължава да става все по-ненормален, а „Лонг-Търм Капитъл Мениджмънт“ е взела назаем толкова много пари, че сривят ѝ почти блокира глобалната финансова система.

Още през пролетта на далечната 1720 г. сър Исак Нютон се сдобива с акции в компания „Саут Си“ (Южно море), „най-горещите“ акции в Англия по това време. Усещайки, че пазарът излиза от контрол, великият физик се оплаква, че „може да изчисли движенията на небесните тела, но не и лудостта на хората“. Нютон продава акциите си в „Саут Си“, като прибира 100% печалба на обща стойност 7000 британски паунда. Но само месеци по-късно, обхванат от дивия ентузиазъм на пазара, Нютон си ги връща обратно на много по-висока цена – и губи 20 000 паунда (или повече от 3 млн. щ.д. в днешни пари). До края на живота си той не разрешава на никого да казва думите „Южно море“ в негово присъствие<sup>5</sup>.

Сър Исак Нютон е един от най-интелигентните хора, които някога са живели, според определението на повечето от нас за интелигентност. По дефиницията на Греъм обаче Нютон е далеч от интелигентен инвеститор. Като оставя ревет на тълпата да отмени собствената му преценка, най-големият учен в света се държи като глупак.

Накратко, ако инвестициите ви дотук не са успешни, това не е, защото сте глупави. Това е така, защото подобно на сър Исак Нютон вие не сте развили емоционалната дисциплина, която е нужна за успешното инвестиране. В глава 8 Греъм описва

<sup>3</sup> Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), p. 4.

<sup>4</sup> „Хедж фонд“ е паричен фонд, до голяма степен нерегулиран от държавата, който инвестира агресивно, обслужвайки богати клиенти. Превъзходен разказ за историята на „Лонг-Търм Капитъл Мениджмънт“ може да намерите в Roger Lowenstein, „When Genius Failed“ (Random House, 2000).

<sup>5</sup> John Carswell, „The South Sea Bubble“ (Cresset Press, London, 1960), с. 131, 199. Вж. също [www.harvard-magazine.com/isissue/mj99/damnd.html](http://www.harvard-magazine.com/isissue/mj99/damnd.html).

как да увеличите интелигентността си, като впрегнете емоциите си и откажете да слезете на нивото на ирационалност на пазара. Там можете да усвоите урока му, че да бъдеш интелигентен инвеститор е по-скоро въпрос на „характер“, отколкото на „мозък“.

## Хроника на една катастрофа

Сега нека отделим малко време, за да разгледаме някои от основните финансови развития през последните няколко години:

1. Най-лошият пазарен срив след Голямата депресия, при който американските акции губят 50,2% от стойността си – или *7,4 трилиона щ.д.*, – между март 2000 г. и октомври 2002 г.
2. Още по-големи сривове на цените на акциите на най-горещите компании от 90-те години на ХХ в., включително „Ей Оу Ел“, „Сиско“, „Джей Ди Ес Унифейз“, „Лусент“ и „Куалком“, както и тотален крах на акциите на стотици интернет компании.
3. Обвинения в огромни финансови измами на някои от най-големите и уважавани корпорации в Америка, включително „Енрон“, „Тайко“ и „Ксерокс“.
4. Фалити на такива някога блестящи компании като „Консеко“, „Глоубъл Кросинг“ и „УърлдКом“.
5. Твърдения, че счетоводни компании са преправяли отчетите си и дори са унищожавали информация, за да помогнат на своите клиенти да заблудят инвеститорите.
6. Обвинения, че топ мениджъри на водещи компании са присвоили стотици милиони долари за своя лична изгода.
7. Доказателство, че анализатори на ценни книжа от Уолстрийт хвалят публично акции, за които в частна обстановка признават, че са пълен боклук.
8. Фондов пазар, който дори след своя ужасяващ срив изглежда надценен от историческа гледна точка, което подсказва на редица експерти, че цените на акциите ще продължат да спадат.
9. Безмилостен спад на лихвите, който оставя инвеститорите без атрактивна алтернатива на акциите.
10. Инвестиционна среда, настръхнала от непредвидимата заплаха на глобалния тероризъм и войната в Близкия изток.

Голяма част от тези щети биха могли да бъдат избегнати (и бяха!) от инвеститори, които са се учили от и живеят според принципите на Грегъм. Както той казва: „Макар че ентузиазмът може да е необходим за големи постижения другаде, на Уолстрийт той почти неизменно води до катастрофа.“ Като се оставят да бъдат увлечени – от интернет акции, от „бързо растящи“ акции, от акциите като

цяло, – много хора правят същите глупави грешки като сър Исаак Нютон. Те оставят преценката на други инвеститори да определя техните. Те пренебрегват предупреждението на Греъм, че „наистина страховитите загуби“ винаги се случват, след като купувачът забрави да попита „Колко?“. Най-болезнено е, че като изгубят самоконтрола си тогава, когато най-много се нуждаят от него, тези хора доказват твърдението на Греъм че „основният проблем на инвеститора – вероятно дори най-лошият му враг – е самият той“.

## Сигурното нещо, което не беше такова

Особено много хора се увличат по технологичните и интернет акции, вярвайки на слуховете, че този бранш ще продължи да расте повече от всеки друг в течение на много години, ако не и завинаги:

- В средата на 1999 г., след като постига 117,3% възвръщаемост само през първите пет месеца на годината, портфейлният мениджър в „Монюмънт Интернет Фънд“ Александър Чунг прогнозира, че фондът му ще расте с 50% годишно през следващите три до пет години със среден годишен ръст от 35% „през следващите 20 години“<sup>6</sup>.
- След като неговият технологичен фонд „Америндо“ нараства с невероятните 248,9% през 1999 г., портфейлният мениджър Алберто Вилар осмива всеки, който се осмели да се усъмни в това, че интернет е вечен двигател за печелене на пари: „Ако сте извън този сектор, ще постигнете по-ниски резултати. Вие се возите на кон с каруца, а аз съм с порше. Не харесвате възможности за десетократен растеж? Тогава отидете при някой друг“<sup>7</sup>.
- През месец февруари 2000 г. хедж фонд мениджърът Джеймс Дж. Креймър обявява, че свързаните с интернет компании „са единствените, които си заслужават

<sup>6</sup> Constance Loizos, „Q&A: Alex Cheung“, *InvestmentNews*, May 17, 1999, p. 38. Най-високата доходност за период от 20 години в историята на взаимните фондове е 25,8% годишно, постигната от легендарния Питър Линч от „Фиделити Магелан“ през двете десетилетия, приключили на 31 декември 1994 г. Представянето на Линч превръща 10 000 щ.д. в повече от 982 000 щ.д. за 20 години. Чунг прогнозира, че фондът му ще превърне 10 000 щ.д. в повече от 4 млн. щ.д. за същия период от време. Вместо да смятат Чунг за нелепо свръхоптимистичен, инвеститорите хвърлят пари по него, инвестирайки повече от 100 млн. щ.д. във фонда му през следващата година. Инвестиция от 10 000 щ.д. в „Монюмънт Интернет Фънд“ през май 1999 г. ще се свие до приблизително 2000 щ.д. в края на 2002 г. (Фондът „Монюмънт“ вече не съществува в първоначалния си вид и сега е известен като Фонд за нововъзникващи технологии „Орбитекс“.)

<sup>7</sup> Lisa Reilly Cullen, „The Triple Digit Club“, *Money*, December, 1999, p. 170. Ако бяхте инвестирали 10 000 щ.д. във фонда на Вилар в края на 1999 г., щяхте да приключите 2002 г. с едва 1195 щ.д. – един от най-тежките случаи на загуба на стойност в историята на взаимните фондове.

да бъдат притежавани в момента“. Тези „победители на новия свят“, както ги нарича той, „са единствените, които постоянно вървят нагоре – както в добри, така и в лоши дни“. Креймър дори напада Греъм: „Трябва да изхвърлите всички матрици, формули и текстове, съществували преди мрежата. Ако използвахме нещо от това, на което ни учат Греъм и Дод, не бихме управлявали и стотинка.“<sup>8</sup>

Всички тези т.нар. експерти пренебрегват трезвото предупреждение на Греъм: „Очевидните перспективи за физически растеж в бизнеса не се превръщат в очевидна печалба за инвеститорите.“ Макар че изглежда лесно да се предвиди коя индустрия ще се развие най-бързо, прогнозата няма реална стойност, ако повечето други инвеститори вече очакват същото. По времето, когато всички решат, че дадена индустрия е „очевидно“ най-добрата за инвестиране, цените на нейните акции са скочили толкова нависоко, че бъдещата ѝ възвръщаемост няма накъде да отиде освен надолу.

Засега поне никой не се е опитвал да твърди, че технологичната индустрия ще бъде най-бързо растящата в света. Но не забравяйте това: няма по-голяма вероятност хората, които сега твърдят, че следващото „сигурно нещо“ ще бъде здравеопазването или енергетиката, или недвижимите имоти, или златото, накрая да се окажат по-прави от онези, които някога възхваляваха високите технологии.

## Позитивната страна

Ако нито една цена не изглежда твърде висока за акциите през 90-те години на ХХ в., през 2003 г. стигаме до момента, в който никоя цена не изглежда достатъчно ниска. Махалото се люлее, както Греъм знае, че то винаги прави, от нерационално разточителство до неоправдан песимизъм. През 2002 г. инвеститорите изтеглят 27 млрд. щ.д. от взаимни фондове, а проучване, проведено от Асоциацията на индустрията за ценни книжа, установява, че един от всеки 10 инвеститори е съкратил дела на акциите си с поне 25%. Същите хора, които нямат търпение да купуват акции в края на 90-те години на миналия век – когато те поскъпват, – продават акции по-късно, когато те поевтиняват.

Както Греъм демонстрира толкова блестящо в глава 8, правилно е обратното. Интелигентният инвеститор осъзнава, че акциите стават по-рискови, а не по-малко, когато цените им растат – и по-малко рискови, а не повече, когато цените им спадат. Интелигентният инвеститор не харесва бичия пазар, тъй като той прави акциите по-

---

<sup>8</sup> Вж. [www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html](http://www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html). Любимите акции на Креймър не поскъпват постоянно в добри и лоши дни. Към края на 2002 г. една от 10-те вече е фалирала, а инвестиция в размер на 10 000 щ.д., разпределена по равно между подбраните от Креймър компании, би загубила 94%, оставяйки ви общо 597,44 щ.д. Може би Креймър е имал предвид, че акциите му ще бъдат „победители“ не в „новия свят“, а в бъдещия свят.

скъпи за закупуване. И обратното (стига да имате достатъчно парични средства, за да задоволите разходните си нужди), трябва да приветствате мечия пазар, тъй като той връща акциите обратно в продажба<sup>9</sup>.

Затова бъдете смели: смъртта на бичия пазар не е лошата новина, за каквато всички я мислят. Благодарение на спада на цените на акциите сега е значително по-безопасно и по-смислено време да изградите богатството си. Продължавайте да четете и оставете Греъм да ви покаже как.

---

<sup>9</sup> Единственото изключение от това правило е инвеститор в напреднал стадий на пенсиониране, който може да не успее да надживее дълъг мечи пазар. И все пак дори възрастен инвеститор не трябва да продава акциите си само защото те са поевтинели; този подход не само превръща загубите му на хартия в реални, но и лишава наследниците му от потенциала да наследят тези акции с по-ниски разходи за данъчни цели.