

KAPITOLA 1

Investícia verzus špekulácia: Čo očakáva inteligentný investor?

Táto kapitola načrtne názory, ktoré si širšie rozoberieme vo zvyšku knihy. Hneď na začiatku chceme najmä objasniť predkladanú koncepciu vhodnej portfóliovej politiky pre individuálneho neprofesionálneho investora.

Investícia verzus špekulácia

Čo máme na mysli pod pojmom „investor“? V tejto knihe sa tento pojem bude používať v protiklade k pojmu „špekulant“. Už v roku 1934 sme sa v učebnici Analýza cených papierov¹ pokúsili o presnú formuláciu rozdielu medzi týmito dvoma pojmami, a to takto: „Investičná operácia je taká, ktorá po dôkladnej analýze prináša prísľub bezpečnosti istiny a primeraného výnosu. Operácie, ktoré tieto požiadavky nespĺňajú, nazývame špekulatívnymi.“

Hoci sme sa tejto definície počas nasledujúcich 38 rokov vytrvalo držali, je potrebné si všimnúť radikálne zmeny v používaní pojmu „investor“, ku ktorým medzičasom došlo. Po veľkom poklese trhu medzi rokmi 1929 a 1932 sa *všetky* kmeňové akcie všeobecne považovali za špekulatívne. (Jedna z popredných autorít v tom čase kategoricky vyhlásila, že na investovanie možno nakupovať iba dlhopisy.²) V tom čase sme túto definíciu preto museli brániť pred tvrdeniami, že pojem „investícia“ berie príliš zoširoka.

Nás však trápí opačný problém. Záleží nám totiž na tom, aby naši čitatelia nepreberali zaužívaný žargón, ktorý pojmom „investor“ označuje všetkých aktérov na burze bez rozdielu. V minulom vydaní tejto knihy sme citovali tento titulok článku na prvej strane istého významného finančného periodika z júna 1962:

PESIMIZMUS DROBNÝCH INVESTOROV: DROBNÉ PREDAJE AKCIÍ NAKRÁTKO

V októbri 1970 sa v tom istom časopise objavil úvodník kritizujúci „ľahkomyselných investorov“, ktorí sa medzitým pustili do bezhlavých nákupov.

Tieto citáty dobre ilustrujú zmätok v používaní slov investícia a špekulácia, ktorý je medzi nami prítomný už celé roky. Zamyslite sa nad navrhovanou definíciou investície a porovnajte ju s tým, keď neskúsený bežný človek z davu predáva zopár akcií,

pričom ani poriadne nevlastní to, čo má, a zväčša operuje s emocionálnym presvedčením, že ich neskôr bude môcť odkúpiť späť za oveľa nižšiu cenu. (Patrí sa zdôrazniť, že v čase zverejnenia onoho článku z roku 1962 mal trh veľký pokles už viac-menej za sebou a pripravoval sa na výraznejší vzostup. Bol to asi ten najnevhodnejší čas na predaj nakrátko.) Keby toto narábanie s jazykom nebolo také trestuhodné, v širšom zmysle by sme neskôr použitý výraz „lahkomyselní investori“ mohli vnímať ako smiešne protirečivý – niečo ako „rozhadzovační lakomci“.

Noviny v týchto prípadoch použili slovo „investor“, pretože v jednoduchom jazyku Wall Street sa každý, kto kupuje alebo predáva cenný papier, stal investorom bez ohľadu na to, čo kupuje, s akým cieľom, za akú cenu, a bez ohľadu na to, či je to za hotovosť alebo na maržu. Porovnajte to s postojom verejnosti ku kmeňovým akciám v roku 1948, keď viac ako 90 % opýtaných vnímalo ich nakupovanie negatívne.³ Približne polovica uviedla ako dôvod svojho postoja tvrdenie „nie je to bezpečné, je to hazard“ a približne polovica dôvod „nevýznam sa v tom dostatočne“.¹ Je skutočne ironické (nie však prekvapujúce), že nákupy obyčajných akcií ľudia všeobecne považovali za vysoko špekulatívne alebo rizikové v čase, keď sa predávali za najatraktívnejšie ceny a práve malo nadísť obdobie ich doposiaľ najväčšieho rastu; na druhej strane však samotný nárast ich hodnoty na (v súlade s predchádzajúcimi skúsenosťami) dozaista nebezpečné úrovne stačil na to, aby sa im neskôr opäť začalo hovoriť „investície“ a aby sa ich nákupcovia opäť stali „investormi“.

Rozlišovanie medzi investíciou a špekuláciou v prípade obyčajných akcií bolo vždy užitočné a to, že sa rozdiely v ich vnímaní stierajú, je dôvodom na obavy. Často sme hovorili, že Wall Street ako inštitúcia by sa zišlo obnoviť toto rozlišovanie a klásť naň dôraz v každom kontakte s verejnosťou. V opačnom prípade môže na burzy jedného dňa opäť dopadnúť biľag za veľké špekulatívne straty, pred ktorými ich obeť nikto dostatočne nevaroval, že do kapitálových fondov zaradili špekulatívne akcie. Veríme, že čitateľ tejto knihy získa pomerne jasnú predstavu o rizikách, ktoré k akciám prirodzene patria – rizikách, ktoré sú neoddeliteľné od ponúkaných možností zisku a s ktorými musí investor počítať.

Vyššie uvedené naznačuje, že dnes už nemusí existovať niečo také ako autentická investičná politika, ktorú tvoria reprezentatívne akciové tituly – v tom zmysle, že človek môže vždy čakať s ich nákupom nákup dovtedy, kým ich cena nezotrie potenciálne trhové riziko, alebo kým ich „kótovaná“ strata bude na takej úrovni, kde nebude budiť väčšie znepokojenie. Väčšinu času musí investor pri svojich akciách počítať s existenciou špekulatívneho faktora. Jeho úlohou je udržať túto zložku v čo

¹ Prieskum, ktorý Graham cituje, uskutočnila pre Fed Michiganská univerzita a bol uverejnený vo vestníku Federal Reserve Bulletin v júli 1948. Ľudia sa pýtali: „Predpokladajme, že sa človek rozhodne neutrácať peniaze, ktoré má. Môže ich buď vložiť do banky alebo do dlhopisov, alebo ich môže investovať. Čo si myslíte, že by bolo v dnešnej dobe najmädresšie, aby s peniazmi urobil – vložil ich do banky, kúpil za ne sporiace dlhopisy, investoval ich do nehnuteľností alebo za ne kúpil kmeňové akcie?“ Len štyri percentá respondentov si mysleli, že kmeňové akcie by ponúkli „uspokojivý“ výnos; 26 % ich považovalo za „nie bezpečné“ alebo za „hazard“. V rokoch 1949 až 1958 dosiahol akciový trh jeden z najvyšších 10-ročných výnosov v histórii, v priemere 18,7 % ročne. Fascinujúcou ozvenou tohto prieskumu Fedu je neskorší prieskum, ktorý uskutočnil BusinessWeek na konci roka 2002 a podľa ktorého bolo len 24 % investorov ochotných investovať viac do svojich podielových fondov alebo akciových portfólií, pričom len tri roky predtým to bolo 47 %.

najmenších medziach a byť finančne a psychologicky pripravený na nepriaznivý vývoj s nepredvídateľným trvaním.

Teraz si vo dvoch odsekoch povieme o akciových špekuláciách, ktoré však nie sú to isté ako špekulatívna zložka vlastná väčšine reprezentatívnych akciových titulov. Priama špekulácia nie je ani nezákonná, ani nemorálna, neprináša však (aspoň väčšine ľudí) veľké príjmy. Naopak, určitá špekulácia je potrebná a nevyhnutná, pretože v mnohých situáciách s bežnými akciami existujú značné možnosti zisku aj straty a riziká s tým spojené musí niekto prevziať.^{II} Tak, ako existuje inteligentné investovanie, existuje aj inteligentná špekulácia. Je však mnoho spôsobov, ako špekulovať neinteligentne. Z nich najvýznamnejšie sú tieto: (1) špekulovanie, ktoré človek považuje za investíciu; (2) seriózne špekulovanie (čiže nie pre zábavu) bez primeraných zručností a vedomostí; a (3) špekulovanie s väčšou sumou, než akú si môžeme dovoliť stratiť.

Podľa nášho konzervatívneho názoru by si mal každý neprofesionál, ktorý obchoduje *na maržu*^{III}, uvedomiť, že z povahy samotnej veci špekuluje a je povinnosťou makléra na túto skutočnosť upozorniť. Každý, kto kupuje takzvanú „horúcu“ emisiu akcií alebo uskutočňuje obdobné nákupy, buď špekuluje, alebo hrá hazard. Špekulácia je vždy fascinujúca a môže byť veľmi zábavná, kým sa vám darí. Ak v nej chcete skúsiť šťastie, odložte si na tento účel časť kapitálu – čím menej, tým lepšie – do samostatného fondu. Nikdy na tento účet nepridávajte ďalšie peniaze len preto, že trh narástol a zisky sa valia. (To je čas, keď peniaze zo špekulatívneho fondu treba vytiahnuť.) Špekulatívne a investičné operácie nemiešajte medzi sebou ani na spoločnom účte, ani vo vlastnej hlave.

Čo by mal očakávať defenzívny investor?

Defenzívneho investora sme si definovali ako investora, ktorého zaujíma najmä bezpečnosť a ktorý chce mať minimum starostí. Akým smerom by sa mal vo všeobecnosti uberať a aký výnos môže očakávať za „priemerných normálnych podmienok“ – ak teda takéto podmienky vôbec existujú? Kým si na tieto otázky budeme môcť odpovedať, pozrieme sa najprv na to, čo sme o tejto téme napísali pred siedmimi rokmi, potom na to, aké významné zmeny sa odvtedy udiali v základných faktoroch vplyvujúcich na očakávaný výnos investora, a nakoniec na to, čo by mal defenzívny investor robiť a očakávať za súčasných podmienok (začiatok roka 1972).

II Špekulácie sú prospešné na dvoch úrovniach: Po prvé, bez špekulácií by nové nevyskúšané spoločnosti (ako Amazon.com alebo v skorších časoch Edison Electric Light Co.) nikdy neboli schopné získať potrebný kapitál na expanziu. Lákavá, dlhodobá šanca na obrovský zisk je mazivom, ktoré maže mechanizmus inovácií. Po druhé, riziko sa vymieňa (ale nikdy sa neeliminuje) pri každom nákupe alebo predaji akcií. Kupujúci kupuje primárne riziko, že táto akcia môže klesnúť. Medzitým si predávajúci stále ponecháva zvyškové riziko – možnosť, že práve predaná akcia môže vzrásť!

III Maržový účet vám umožňuje nakupovať akcie za peniaze, ktoré si požičiate od maklérskej spoločnosti. Investovaním s požičanými peniazmi zarobíte viac, keď akcie stúpajú, ale môžete byť zničení, keď klesajú. Zábezpeku za pôžičku je hodnota investícií na vašom účte – takže musíte dať viac peňazí, ak táto hodnota klesne pod požičanú sumu. Viac informácií o maržových účtoch nájdete na www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf a www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.

1. Čo sme povedali pred šiestimi rokmi?

Odporúčali sme, aby investor rozdelil svoj majetok medzi kvalitné dlhopisy a hlavné akciové tituly; aby podiel dlhopisov nikdy nebol nižší ako 25 % a vyšší ako 75 % a v prípade akcií by tento podiel mal byť opačný; poznamenali sme, že najjednoduchšou voľbou je udržiavať rovnaký pomer týchto zložiek (čiže 50:50) a túto rovnosť obnovovať v prípade, že ju vývoj na trhu naruší napríklad o 5 %. Ako alternatívnu politiku by mohol zvoliť zníženie podielu kmeňových akcií na 25 %, „ak by mal pocit, že trh je nebezpečne vysoko“, a naopak, jej zvýšenie na maximum 75 %, „ak by mal pocit, že pokles cien akcie dostatočne zatriktívnil“.

V roku 1965 mohol investor získať približne 4,5 % z prvotriednych zdaňovaných dlhopisov a 3,25 % z kvalitných dlhopisov s výnosom oslobodeným od daní. Dividendový výnos z hlavných akciových titulov (pri hodnote indexu DJI na úrovni 892 bodov) bol len približne 3,2 %. Táto a ďalšie skutočnosti nabádali k opatrnosti. Naznačili sme, že „pri normálnej úrovni trhu“ by mal byť investor schopný dosiahnuť počiatočný výnos z dividend vo výške 3,5 % až 4,5 % z nákupu akcií, ku ktorému by sa mal pripočítať stály nárast fundamentálnej hodnoty (a „normálnej trhovej ceny“) reprezentatívnych akcií približne v rovnakej výške, čo by dávalo výnos z dividend a zhodnotenia spolu približne 7,5 % ročne. Rozdelenie na polovicu medzi dlhopisy a akcie by vynieslo približne 6 % pred zdanením. Dodali sme, že akciová zložka by mala niesť primeranú mieru ochrany proti strate kúpnej sily spôsobenej rozsiahlou infláciou.

Je potrebné zdôrazniť, že uvedená aritmetika pracuje s oveľa nižšou predpokladanou mierou rastu akciového trhu v porovnaní so skutočným vývojom medzi rokmi 1949 a 1964. Priemerný výnos kótovaných akcií prekračoval hodnotu 10 % a verejnosť ho považovala za akúsi záruku, že s podobne uspokojujivými výsledkami možno počítať aj v budúcnosti. Len málo ľudí bolo ochotných vážne uvažovať o možnosti, že vysoký rast v minulosti znamená, že ceny akcií sú „dnes príliš vysoké“ a „skvelé výsledky od roku 1949 nevešia dobrú, ale zlú budúcnosť“.⁴

2. Čo sa stalo od roku 1964?

Hlavnou zmenou od roku 1964 bol nárast úrokových sadzieb prvotriednych dlhopisov na rekordne vysokú úroveň, hoci odvtedy došlo k výraznému oživeniu v porovnaní s cenovým minimom dosiahnutým v roku 1970. V porovnaní so štyriapolpercentnými výnosmi v roku 1964 je potenciálny výnos z dobrých podnikových emisií výrazne vyšší a dosahuje hodnotu okolo 7,5 %, v niektorých prípadoch dokonca aj viac. Výnosy z akciových dividend typu DJI sa celkom držali aj počas poklesu trhu v rokoch 1969 a 1970, ale v čase písania (pri hodnote indexu Dow na úrovni 900) dosahujú výnos 3,5 %, kým na konci roka 1964 to bolo len o čosi menej, presnejšie 3,2 %. Zmena pohyblivých úrokových sadzieb spôsobila v tomto období maximálny pokles trhovej ceny strednodobých (povedzme dvadsaťročných) dlhopisov o približne 38 percent.

Tento vývoj má paradoxný aspekt. V roku 1964 sme sa intenzívne venovali možnosti, že cena akcií môže byť už privysoká a že dôjde k výraznému poklesu.

Neuvažovali sme však konkrétne o možnosti, že by sa to isté mohlo stať aj s cenou kvalitných dlhopisov. (Neuvažoval o tom ani nikto iný v našom okolí.) Upozornili sme (na s. 86), že „cena dlhodobých dlhopisov sa môže výrazne meniť v závislosti od zmien úrokových sadzieb“. Vzhľadom na to, čo sa odvtedy stalo, sme toto varovanie – spolu so sprievodnými príkladmi –, podľa všetkého nezdôrazňovali dostatočne. Faktom totiž je, že ak by investor mal danú sumu v DJI pri záverečnej úrovni 874 bodov v roku 1964, mal by z nej koncom roka 1971 malý zisk; dokonca aj pri najnižšej úrovni (631 bodov) v roku 1970 by vykázal menšiu stratu než v prípade kvalitných dlhopisov s dlhodobou splatnosťou. Ak by však investor obmedzil investície do dlhopisov iba na americké sporiace dlhopisy, krátkodobé podnikové emisie alebo sporiace účty, v tomto období by nevykázal žiadnu stratu na trhovej hodnote istiny a mal by v porovnaní s kvalitnými akciami vyšší výnos. Skutočné „hotovostné ekvivalenty“ sa v roku 1964 napokon ukázali ako lepšia investícia než obyčajné akcie – a to napriek skutočnosti, že v teórii by akcie mali chrániť pred infláciou lepšie než držanie hotovosti alebo jej ekvivalentov. K poklesu kótovanej hodnoty istiny kvalitných dlhopisov s dlhou splatnosťou na peňažnom trhu došlo pre vývoj na finančnom trhu, teda v abstraktnej oblasti, ktorá na investičnú politiku jednotlivcov bežne nemá významný vplyv.

Táto skúsenosť je teda ďalším z nekonečného radu pripomenutí, že budúcnosť cien cenných papierov nikdy nemožno predvídať.^{IV} Takmer vždy dlhopisy kolísali oveľa menej ako ceny akcií a investori si vo všeobecnosti mohli kúpiť kvalitné dlhopisy s akoukoľvek splatnosťou bez toho, aby sa museli obávať zmien ich trhovej hodnoty. Historicky poznáme len niekoľko výnimiek z tohto pravidla a obdobie po roku 1964 medzi ne zjavne patrí. O zmenách cien dlhopisov si ešte povieme viac v ďalších kapitolách.

3. Očakávaná a politika koncom roka 1971 a začiatkom roka 1972

Koncom roka 1971 bolo možné získať 8 % zdaniteľný výnos z kvalitných strednodobých podnikových dlhopisov a 5,7 % nezdaniteľný výnos z kvalitných štátnych alebo komunálnych cenných papierov. V oblasti krátkodobejších investícií mohol investor získať približne 6 % na emisiách cenných papierov vlády Spojených štátov splatných do piatich rokov. V druhom prípade sa kupujúci nemusí obávať novej straty trhovej hodnoty, pretože má istotu úplného splatenia vrátane šesťpercentného výnosu na konci pomerne krátkeho obdobia držby. Index DJI s aktuálnou hodnotou 900 bodov v roku 1971 prináša výnos len 3,5 %.

Predpokladajme, že podobne ako v minulosti, aj teraz je základným strategickým rozhodnutím spôsob rozdelenia prostriedkov medzi prvotriedne dlhopisy (alebo iné tzv. „hotovostné ekvivalenty“) a významné akcie zastúpené v indexe DJI. Akým

^{IV} Prečítajte si Grahamovu vetu ešte raz a všimnite si, čo tento najväčší odborník na investovanie hovorí: Budúcnosť cien cenných papierov nie je nikdy predvídateľná. A keď budete v knihe čítať ďalej, všimnite si, že všetko ostatné, čo vám Graham hovorí, vám má pomôcť vyrovnať sa s touto pravdou. Keďže nemôžete predvídať správanie trhov, musíte sa naučiť predvídať a kontrolovať svoje vlastné správanie.

smerom by sa mal investor uberať za súčasných podmienok, ak v najbližšej budúcnosti nemáme vážny dôvod predpokladať žiaden výrazný pohyb nahor ani nadol? V prvom rade musíme zdôrazniť, že ak nedôjde k vážnej nepriaznivej zmene, defenzívny investor môže počítať s aktuálnym výnosom z dividend vo výške 3,5 % a zároveň s *priemerným* ročným zhodnotením okolo 4 %. Ako vysvetlíme neskôr, toto zhodnotenie v podstate vychádza z toho, že jednotlivé spoločnosti reinvestujú tie zisky, ktoré neboli vyplatené ako dividendy. Pred zdanením by potom kombinovaný výnos akcií investora predstavoval v priemere povedzme 7,5 %, teda o niečo menej ako úrok z kvalitných dlhopisov.^V Po zdanení by priemerný výnos z akcií predstavoval približne 5,3 %.⁵ To by približne zodpovedalo výnosu z kvalitných strednodobých dlhopisov oslobodených od dane.

V porovnaní s analýzou z roku 1964 sú tieto očakávania v prípade akcií oveľa menej priaznivé. (Tento záver nevyhnutne vyplýva zo základného faktu, že výnosy dlhopisov od roku 1964 vzrástli oveľa viac ako výnosy akcií.) Nesmieme zabúdať na skutočnosť, že úroky a splátky istiny z kvalitných dlhopisov sú oveľa lepšie chránené, čiže istejšie ako dividendy a rast cien akcií. V dôsledku toho musíme konštatovať, že aktuálne, čiže ku koncu roka 1971, sa investície do dlhopisov javia ako jednoznačne výhodnejšie než investície do akcií. Ak by sme si mohli byť istí správnosťou tohto záveru, museli by sme defenzívnemu investorovi odporučiť, aby všetky peniaze vložil do dlhopisov a nič nekladal do nákupov akcií dovtedy, kým sa súčasný pomer výnosov výrazne nezmení v prospech akcií.

Samozrejme, nemáme istotu, že dlhopisy sa z dnešných úrovní budú vyvíjať lepšie ako akcie. Pozornému čitateľovi hneď napadne faktor inflácie ako silný dôvod v prospech akcií. V nasledujúcej kapitole si však ukážeme, že pri doterajších skúsenostiach s infláciou v Spojených štátoch v priebehu tohto storočia a pri súčasných rozdieloch vo výnosoch nemôžeme dať prednosť akciám pred dlhopismi. Vždy však existuje možnosť – hoci vzdialená –, zrýchlenia inflácie, ktorá by misky váh naklonila od dlhopisov splatných v pevnej sume v prospech akcií.^{VI} Existuje aj ďalšia – a rovnako nepravdepodobná – možnosť, že americké podniky sa aj bez zrýchlenia inflácie stanú takými ziskovými, že to v najbližších rokoch odôvodní veľký nárast hodnoty akcií. Nakoniec je tu ešte známejšia možnosť, že zažijeme ďalší veľký špekulatívny rast akciového trhu, keď bude hodnota akcií rásť bez racionálneho základu. Ktorýkoľvek z týchto dôvodov (a možno aj ďalšie, ktoré nám nenapadli) môže spôsobiť, že investor

V Ako sa naplnila Grahamova predpoveď? Na prvý pohľad sa zdá, že veľmi dobre. Od začiatku roka 1972 do konca roka 1981 dosiahli akcie priemerný ročný výnos 6,5 %. (Graham nešpecifikoval časové obdobie svojej prognózy, ale dá sa predpokladať, že mal na mysli 10-ročný časový horizont.) Inflácia však v tomto období zúrla na úrovni 8,6 % ročne, čo zhltilo celý zisk, ktorý akcie priniesli. V tejto časti svojej kapitoly Graham sumarizuje takzvanú Gordonovu rovnicu, ktorá v podstate hovorí, že budúci výnos akciového trhu je súčtom aktuálneho dividendového výnosu a očakávaného rastu zisku. Pri dividendovom výnosu na začiatku roka 2003 na úrovni necelých 2 % a dlhodobom raste ziskov na úrovni približne 2 %, plus inflácii na úrovni niečo vyššie 2 %, môžeme odhadnúť budúci priemerný ročný výnos na úrovni približne 6 %. (Pozri komentár ku kapitole 3.)

VI Od roku 1997, keď sa zaviedli cenné papiere chránené proti inflácii (Treasury Inflation-Protected Securities – TIPS), akcie prestali byť automaticky lepšou voľbou pre investorov, ktorí očakávajú rast inflácie. TIPS na rozdiel od ostatných dlhopisov zvyšujú svoju hodnotu, ak sa zvýši index spotrebiteľských cien, čím investora účinne chránia pred stratou peňazí spôsobenou infláciou. Akcie takúto záruku nenesú a v skutočnosti sú pomerne slabým zabezpečením proti vysokej miere inflácie. (Podrobnejšie informácie nájdete v komentári ku kapitole 2.)

napokon stopercentnú koncentráciu na dlhopisy aj pri ich priaznivejších výnosoch oľutuje.

Po tejto krátkej diskusii teda ešte raz formulujme základnú kompromisnú politiku pre defenzívnych investorov: aby po celú dobu investovania významnú časť svojich prostriedkov držali v dlhopisoch a významnú časť aj v akciách. Stále platí, že si môžu vybrať medzi jednoduchým rozdelením prostriedkov medzi tieto dve zložky v pomere 50:50, alebo pomerom od 25 % do 75 % v prospech jednej z nich podľa vlastného uváženia. Podrobnejšie sa k týmto dvom alternatívnym stratégiám vyjadrieme v ďalších kapitolách.

Keďže v súčasnosti je celkový predpokladaný výnos z akciových titulov takmer rovnaký ako výnos z dlhopisov, očakávaný výnos (vrátane rastu hodnoty akcií) pre investora by sa v závislosti od rozdelenia prostriedkov medzi tieto dve zložky zmenil len málo. Podľa spomenutých prepočtov by mal celkový výnos z oboch častí dosahovať úroveň približne 7,8 % pred zdanením alebo 5,5 % po zdanení (resp. odčítaní odhadnutej dane). Výnos takejto veľkosti je výrazne vyšší ako výnos typického konzervatívneho investora v relatívne dlhom období v minulosti. V porovnaní s približne 14 % ročným výnosom na rastúcom akciovom trhu v priebehu dvoch desaťročí po roku 1949 sa takýto výnos nemusí zdať atraktívny. Treba si však uvedomiť, že v rokoch 1949 až 1969 cena indexu DJI stúpila viac ako päťnásobne, zatiaľ čo jeho zisky a dividendy sa približne zdvojnásobili. Väčšia časť pôsobivého trhového výsledku za toto obdobie teda vychádzala skôr zo zmeny postojov investorov a špekulantov než zo zmeny fundamentálnej hodnoty podnikov. V tomto zmysle by sa toto dianie dalo nazvať „urob si (výnos) sám“.

Keď hovoríme o akciovom portfóliu defenzívneho investora, vždy sme hovorili iba o hlavných akciových tituloch spomedzi 30 položiek indexu Dow Jones Industrial (DJI), a to výlučne z praktických dôvodov – nie preto, že by sme defenzívnym investorom odporúčali iba tieto tituly. V skutočnosti existuje mnoho ďalších spoločností, ktoré sa svojou kvalitou vyrovnajú indexu Dow Jones alebo ho prevyšujú; medzi ne patrí aj množstvo podnikov verejných služieb (tie majú samostatný index Dow Jones, ktorý ich reprezentuje).^{VII}

Hlavným dôvodom je tu skutočnosť, že celkové výsledky defenzívneho investora sa pravdepodobne nebudú rozhodujúcim spôsobom líšiť od toho či onoho diverzifikovaného alebo reprezentatívneho zoznamu, alebo presnejšie, že ani dotýčný investor, ani jeho poradcovia nemôžu s istotou predpovedať, aké rozdiely sa napokon objavia. Je pravda, že umenie zručného a prezieravého investovania spočíva najmä vo výbere emisií, ktoré v porovnaní s celkovým trhom prinesú lepšie výsledky. Z dôvodov, ktorým sa bližšie venujeme neskôr, sme skeptickí, čo sa týka schopnosti

VII V súčasnosti sú najrozšírenejšími alternatívami k indexu Dow Jones Industrial akciový index Standard & Poor's 500 („S&P“) a index Wilshire 5000. Index S&P sa zameriava na 500 veľkých, dobre známych spoločností, ktoré tvoria približne 70 % celkovej hodnoty amerického akciového trhu. Wilshire 5000 sleduje výnosy takmer všetkých významných verejne obchodovaných akcií v Amerike, spolu ich je približne 6 700. Keďže však najväčšie spoločnosti tvoria väčšinu celkovej hodnoty indexu, výnosy Wilshire 5000 sú zvyčajne dosť podobné výnosom indexu S&P 500. Niekoľko lacných podielových fondov umožňuje investorom držať akcie týchto indexov ako jedno výhodné portfólio. (Pozri kapitolu 9.)