

## **Książki o tematyce biznesowej wydane w Łukasz Tomys Publishing:**

- Kinga Kosecka, Renata Pawlak – Elon Musk. Wizjoner z Doliny Krzemowej. Wydanie II rozszerzone (lata 1971-2021)
- Łukasz Tomys, Mateusz Sawicki – Warren Buffett i Philip Fisher. Selekcjonuj jak mistrzowie. Ocena firmy 15 kroków
- Łukasz Tomys, Justyna Jaciuk, Marcin Wawrzyniak, Renata Pawlak – George Soros. Wykorzystać kryzys

**Skuteczny inwestor.**

**Warren Buffett i Benjamin  
Graham. Wydanie II**

**Autorzy: Łukasz Tomys, Mateusz Sawicki i Justyna Jaciuk**

**Redakcja i korekta: Przemysław Andrzejewski**

## Wstęp

Słynny inwestor Warren Buffett mawiał: „Jestem w 85 procentach Grahamem, a w 15 procentach Fisherem” [14].

O najpopularniejszym dziele Grahama pt. Inteligentny inwestor Buffett wypowiedział się następująco: „Pierwszy raz przeczytałem tę książkę na początku 1950 roku, gdy miałem 19 lat. Wydawało mi się wówczas, że to najlepsza książka o inwestowaniu, jaką kiedykolwiek napisano. Dzisiaj nadal tak uważam” [8]. „Dzięki niej wszystko nabrało sensu. Gdy miałem 11 lat, przeczytałem wszystkie książki poświęcone inwestowaniu z biblioteki publicznej w Omaha, a większość z nich przeczytałem dwa razy. (...) Ale potem przeczytałem Inteligentnego inwestora – ta książka wyjaśniła mi wszystko w dziedzinie inwestowania i od tego czasu stosuję się do jej zasad. Moje życie wyglądałoby zupełnie inaczej, gdybym po nią nie sięgnął. (...) prawdopodobnie wyciąg z mojego konta nie kończyłby się tyloma zerami” [2].

Żywimy głębokie przekonanie, że nasza publikacja pomoże początkującym inwestorom uniknąć wielu kosztownych błędów. Średniozaawansowanym zaś pozwoli uporządkować posiadaną już wiedzę i poznać bliżej sylwetki Benjamina Grahama oraz Warrena Buffetta.

Z książki dowiesz się między innymi:

- Czy i w jaki sposób inwestować na giełdzie?
- Akcje czy obligacje? A może jedno i drugie? Sprawdź, co będzie lepsze dla Ciebie.
- Jakimi kryteriami kierować się, aby inwestować w wartość zamiast przewidywać ceny akcji?
- Jak możesz samodzielnie wycenić przedsiębiorstwo?
- Jak uniknąć przynajmniej części błędów, które popełniają początkujący inwestorzy?

- Jak nie dać się ponieść nastrojom na parkiecie, używając wiedzy i doświadczenia Grahama oraz Buffetta?
- Sprint czy maraton? Co bardziej opłaca się dla inwestującego?
- Inwestor aktywny czy defensywny? Jakie metody inwestowania pasują do Twojego charakteru, wiedzy oraz umiejętności?
- Jak uniknąć hazardu i spekulacji?
- Które wskaźniki ekonomiczne pomagają w zrozumieniu, w jakim stanie znajduje się rynek?
- Czym są „margines bezpieczeństwa”, „hossa pokoleniowa” i metafora „chimerycznej Pani Giełdy”.

Podstawę niniejszej książki stanowi system inwestowania w oparciu o analizę fundamentalną stworzoną przez Benjamina Grahama i Franka Doda, autorów klasycznej książki Security Analysis, z której korzystaliśmy tworząc poniższy materiał [10]. Treść naszej publikacji oparliśmy też na takich pozycjach, jak: Memoirs of Dean of Wall Street i Inteligentny inwestor, autorstwa tego pierwszego. Pomocna okazała się również książka pt. Einstein inwestowania. Życie i ponadczasowa mądrość finansowa Benjamina Grahama Joe Carlena [2], Twój mózg, twoje pieniądze Jasona Zweiga oraz inne ważne dzieła poświęcone pomnażaniu środków na giełdzie. Wymieniamy je na końcu naszej książki w bibliografii. Podczas prac nad publikacją istotne były również własne doświadczenia wydawcy, który jest aktywnym inwestorem giełdowym od 2008 roku.

Dzieło Grahama Inteligentny inwestor pełne jest praktycznych porad aktualnych po dziś dzień. Pierwsze wydanie tej książki miało miejsce już w 1949 roku, a popyt na wznowienia nie słabnie aż do dzisiaj. Patrząc na wyniki sprzedażowe w księgarni Amazon tak zamierzchłych – zdawać by się mogło – już dzieł Grahama jak Security Analysis czy Inteligentny inwestor, można śmiało stwierdzić, że pod względem wydawniczym są one biblią dla inwestorów. Mimo upływu czasu wciąż cieszą się olbrzymim powodzeniem.

Benjamin Graham skutecznie pomnażał środki własne i swoich klientów, których kapitał inwestował. Jednak największym potwierdzeniem wartości

jego wiedzy jest sukces Warrena Buffeta, amerykańskiego inwestora giełdowego, przedsiębiorcy i filantropa. Powszechnie uważa się go za jednego z najlepszych inwestorów na świecie, o czym świadczy posiadany przez niego majątek, wyceniony w 2022 roku na prawie 97 miliardów dolarów. System Grahama wdrożyło również wielu pomniejszych inwestorów, którym niekoniecznie zależało na tym, aby tak jak Buffett poświęcić inwestowaniu 100% własnego czasu. Tym osobom wiedza Grahama pozwoliła na uzyskanie satysfakcjonujących wyników, a część pomnażanego kapitału mogły one przeznaczyć na wygodne życie oraz realizowanie marzeń i pasji. Zresztą takie samo podejście do pieniędzy miał sam Benjamin Graham, który był człowiekiem o licznych zainteresowaniach intelektualnych, od antycznej literatury po matematykę. W przeciwieństwie do Buffetta nie poświęcił się całkowicie pomnażaniu pieniędzy, a słabość do atrakcyjnych kobiet sprawiała, że jego życie prywatne pochłaniało go w dużym stopniu.

Warren Buffet podkreśla, że do osiągnięcia sukcesu w inwestowaniu nie potrzeba szczególnie wysokiego IQ. Stwierdzał on wielokrotnie, że „jeśli ktoś ma IQ na poziomie 150 punktów, to powinien sprzedać 30 komuś innemu, ponieważ do inwestowania trzeba być mądrym, a nie geniuszem” [29]. Jego zdaniem wystarczy stabilna struktura intelektualna umożliwiająca podejmowanie decyzji i chroniąca przed emocjami, które prowadzą do jej niszczenia. Jak powinna wyglądać taka struktura, zostało jasno i precyzyjnie opisane właśnie w książkach Grahama. Jego mądrość jest ponadczasowa. Pozwala uniknąć licznych błędów, które popełniają zarówno początkujący, jak i znaczna część doświadczonych inwestorów. Wiedza zawarta w jego dziełach ułatwia zatem pomnażanie kapitału również w XXI wieku.

Niestety jego książki napisane są dość trudnym językiem. Styl dzieł Grahama oraz przykłady praktyczne, przytaczane dla poparcia wiedzy teoretycznej, ze względu na upływ lat trącą już nieco myszką. Warto też pamiętać, że Graham pisał książki w zupełnie innych realiach. Były to czasy bardzo niskich wycen akcji amerykańskich oraz wysokich, w stosunku do obecnych realiów, stóp procentowych za oceanem. O rentowności obligacji z ratingiem potrójnego A (czyli uważanych za najbezpieczniejsze), na poziomie 7%, można dziś tylko pomarzyć. Warto

też pamiętać, że opisuje on rynki kapitałowe z perspektywy amerykańskiego inwestora. Tymczasem zdarza się, że polskie i amerykańskie obligacje skarbowe zachowują się odmiennie w obliczu dobrej i złej koniunktury. Liczymy na to, że nasza publikacja przybliży ponadczasową mądrość Grahama w nieco przystępniejszej formie oraz będzie w większym stopniu odpowiadać potrzebom polskich inwestorów. Miłośnicy Grahama i Buffetta z pewnością dostrzegą, że w 2022 roku wyceny na rynku amerykańskim są wysokie, ale na polskiej giełdzie nie brakuje interesujących firm wycenionych tak nisko jak w latach 40. i 50. XX wieku w USA. Na końcu książki wymienimy nazwy kilku firm, którym warto się przyjrzeć. Podkreślamy jednak, że są to subiektywne typy wydawcy. Każdy uczestnik rynku ma inne potrzeby, horyzont czasowy inwestycji i tolerancję na ryzyko. Zmuszeni zatem jesteśmy przytoczyć w tym miejscu standardową formułę, która mówi o tym, że:

Publikacja ani w całości, ani w części nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów (Dz.U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Zawarte w publikacji treści nie spełniają wymogów stawianych rekomendacjom w rozumieniu w/w ustawy, m.in. nie zawierają konkretnej wyceny żadnego instrumentu finansowego, nie opierają się na żadnej metodzie wyceny, a także nie określają ryzyka inwestycyjnego. Wydawnictwo nie ponosi żadnej odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie lektury zawartych w niej treści, w szczególności nie wskazuje konkretnych spółek lub kryptowalut w celach zainwestowania, ani nie zachęca do inwestowania w ogóle.

## Rozdział 1. Kim jest Benjamin Graham?

„Zasada nr 1: Nigdy nie trać pieniędzy. Zasada nr 2: Nigdy nie zapominaj o zasadzie nr 1”.

Warren Buffett

Historię rodziny Benjamina Grahama zdecydowanie warto poznać. Dostarcza ona cennej lekcji tego, jak tragiczne w skutkach może być spekulowanie. Matka Grahama zaczęła inwestować na giełdzie, pragnąc szybko zarobić pieniądze po utracie rodzinnej firmy. Nie miała odpowiedniej wiedzy i doświadczenia. Dodatkowo fakt, że znalazła się pod finansową presją jeszcze bardziej pogorszył jej położenie. Z pewnością niejedyni czytelnik doświadczył w życiu podobnych sytuacji. Właśnie dlatego przed rozpoczęciem inwestowania należy zgromadzić odpowiedni kapitał wystarczający w razie utraty pracy na utrzymanie. O tym jednak w kilku słowach powiemy na końcu tego rozdziału.

Benjamin Grossbaum urodził się w Londynie 9 maja 1894 roku, pod koniec panowania królowej Wiktorii. Przez pierwsze dwadzieścia trzy lata życia nosił to właśnie nazwisko. Później rodzina Grossbaumów zmieniła je na „Graham”, aby brzmiało bardziej anglosasko. Jego ojciec, Isaac, pochodził z Wielkiej Brytanii, zaś matka, Dora, urodziła się w Polsce. Benjamin był ich trzecim i najmłodszym dzieckiem. Miał dwóch starszych braci, Victora i Leona. Jak wspomina Joe Carlen w książce Einstein inwestowania. Życie i ponadczasowa mądrość finansowa Benjamina Grahama, Isaac Grossbaum wraz ze swoim ojcem Bernardem oraz pięcioma braćmi prowadzili firmę Grossbaum & Sons, importującą w głównej mierze porcelanę i ozdoby z

Austrii oraz Niemiec do Wielkiej Brytanii. Warto zauważyć, że cała rodzina wyznawała ortodoksyjny judaizm [2].

Bernard, dziadek Benjamina, miał jedenaścioro dzieci. W domu, ze względu na to, że obawiał się „wpływów, które mogły nie spodobać się Bogu” [2], wprowadził żelazne zasady. Przykładowo zakazał potomstwu gwizdania, twierdząc, że to „grzeszna rozpusta”. Graham w autobiografii zatytułowanej *The Memoirs of the Dean of Wall Street* opisał dziadka ze strony ojca. Był to jego zdaniem „mężczyzna noszący jarmużkę i bujną, kwadratową, szaro-czarną brodę, ze srogim wyrazem twarzy i fanatyzmem w oczach” [9].

Dora, matka Benjamina, również pochodziła z rodziny ortodoksyjnych Żydów. Nosili oni nazwisko „Gesundheit”, co po niemiecku znaczy „zdrowie”. Graham wspomina drugiego dziadka jako „tęgiego, jowialnego mężczyznę z siwą brodą” [9], natomiast babcię Gesundheit określa mianem kobiety „otyłej, uczuciowej i dominującej” [9].

W 1895 roku, a więc rok po narodzinach Benjamina, rodzina Grossbaumów dostrzegła wielkie możliwości rozwoju firmy w Ameryce i postanowiła opuścić Stary Kontynent. Kwitnącą gospodarkę Stanów Zjednoczonych z przełomu XIX i XX wieku często opisywano na pierwszych stronach europejskich gazet, co zapewne wpłynęło na decyzję Isaaca o wprowadzeniu firmy Grossbaum & Sons na rynek amerykański. Pierwszy wynajęty dom rodziny Grossbaumów znajdował się w Nowym Jorku, tuż przy Park Avenue. Mimo że mieszkali tam wraz z właścicielem budynku, można przypuszczać, że taki adres wiązał się nie tylko z prestiżem, lecz także znacznymi wydatkami.

Dla Grossbaumów był to czas idylli. W przeciwieństwie do innych emigrantów żyli w świecie dostatku i luksusu. Nie tylko odnieśli spektakularny sukces finansowy, ale i osiągnęli pewną pozycję w „wyższych sferach”. Stało się tak mimo ich żydowskiego pochodzenia, a warto zauważyć, że były to czasy jawnego antysemityzmu.

Choć rodzina Benjamina od początku posiadała środki wystarczające na zakup bądź wynajem całego domu, dopiero po czterech latach spędzonych w Stanach Zjednoczonych zamieszkała w osobnym lokum. Grossbaumowie



kupili dom z czerwono-brunatnego piaskowca, tuż przy Piątej Alei. Przeprowadzka stanowiła ostateczne potwierdzenie, że Isaac osiągnął sukces w rozwijaniu amerykańskiej filii firmy Grossbaum & Sons i w bliskiej przyszłości nie przewidywał powrotu do Anglii. W czasie, gdy amerykańska filia rozkwitała, brytyjski oddział chylił się ku upadkowi. Tym samym Isaac zmuszony był utrzymywać ojca, dziesięcioro rodzeństwa wraz z ich potomstwem, a nawet pewną część rodziny Dory.

Ojciec Benjamin nieustannie pracował. Choć jego wysiłki przynosiły świetne efekty, to odbiły się na jego zdrowiu. Jeszcze przed emigracją do USA sporo chorował. Isaac intensywnie podróżował, pragnąc rozszerzyć sieć dystrybucji na całe Stany Zjednoczone. Napięty grafik i ponoszenie odpowiedzialności za tak liczną rodzinę wyczerpywały go zarówno psychicznie, jak i fizycznie. Zmarł w 1903 roku, w wieku zaledwie trzydziestu pięciu lat, na chorobę atakującą jego układ odpornościowy. Graham miał wtedy dziewięć lat.

Po śmierci Isaaca sytuacja rodziny Grossbaumów diametralnie się zmieniła. Zaczęli szybko i systematycznie tracić kapitał. Bracia Isaaca starali się dalej prowadzić biznes, ale to zadanie ich przerosło. Kierownictwo firmy powierzono więc bratu Dory – Maurice'owi – który, na nieszczęście, także zarządzał nią niezbyt umiejętnie. Graham w autobiografii podsumował wuja tymi słowami: „Ani nie umiał sprzedawać, ani nie był kreatywny w rozwiązywaniu codziennych problemów, co było podstawą osiągnięć ojca” [9].

Ze względu na brak odpowiedniego zarządzania, firma stanowiąca przez blisko dekadę jedyne źródło utrzymania rodziny żyjącej po dwóch stronach Atlantyku, zbankrutowała z zadziwiającą szybkością. Graham w autobiografii wspomina: „Gdzieś pod koniec roku firma miała takie straty, że pozostałe na stanie towary (cały inwentarz) zostały sprzedane za bezcen, a przedsiębiorstwo zlikwidowano” [9]. Dora, aby zapewnić rodzinie środki do życia, zaczęła wyprzedawać prywatny majątek rodziny: drogie meble, biżuterię oraz inne dobra materialne zgromadzone w czasach prosperity. Zdobyte w ten sposób pieniądze nie wystarczały jednak na długo. Grossbaumowie musieli również opuścić luksusowy dom przy Piątej Alei.

Przeprowadzili się do mniejszego i bardziej funkcjonalnego domu, który Dora jakiś czas po upadku Grossbaum & Sons postanowiła przekształcić w pensjonat. Wydawało jej się to całkiem prostym biznesem i pewnym sposobem na dodatkowe źródło dochodu. Pensjonat jednak nie przynosił zysków. Po dwóch latach został zamknięty, a Grossbaumowie stracili wówczas jedyne źródło dochodu. Co istotne, wcześniej zdążyli wydać większość oszczędności na uratowanie upadającego biznesu. W efekcie musieli sprzedać na aukcji dom i większość jego wyposażenia.

Nawet wtedy, gdy rodzinie dobrze się powodziło, Benjamin nie był rozpieszczony. Isaac i Dora utrzymywali w domu dyscyplinę. Na długo przed śmiercią ojca młody Graham dał się poznać jako znakomity uczeń i posłuszne dziecko. Jednak do tej pory postrzegał świat z perspektywy luksusu i obfitości. Przedwczesna utrata rodzica i wywołana nią bieda doprowadziły do utrapień, które ukształtowały charakter Benjamina Grahama. Konserwatyzm będący podstawą jego filozofii inwestowania stanowił konsekwencję nauki, jaką wyciągnął z tych doświadczeń. Łatwo zauważyć, że skoro materialny los całej rodziny zależał od jednej firmy, to było to skrajne przeciwieństwo dywersyfikacji. Tę ostatnią Graham będzie cenił i stosował podczas inwestowania. Ubóstwo, w którym znalazła się jego rodzina, było zapewne czynnikiem motywującym do osiągnięcia sukcesu najpierw w życiu szkolnym, a później zawodowym. Dbał też o to, aby nie tracić kapitału, który sam musiał zdobyć.

Kiedy żył Isaac, Graham miał obowiązek otrzymywać dobre oceny. Po jego śmierci Dora kładła jeszcze większy nacisk na osiągnięcie przez chłopców wysokich wyników w szkole, ponieważ widziała w wykształceniu konieczny warunek ucieczki od biedy. Jak pisze Joe Carlen, Graham podejmował się licznych prac dorywczych i sezonowych, aby wspomóc finanse rodziny. Kilka miesięcy po utracie ojca dziewięcioletni Graham sprzedawał na ulicy gazetę „Saturday Evening Post”.

Co ciekawe, jego przyszły uczeń, Warren Buffett, również trudnił się tym jako dziecko, z tym że rozwijał tę aktywność do sporych rozmiarów. W 1946 roku obywatel Stanów Zjednoczonych mógł pochwalić się dobrymi zarobkami, jeśli jego roczne dochody wynosiły 3 tys. dolarów, tj. 250 dolarów na miesiąc. Rozdając gazety, 16-letni Warren zarabiał 175 dolarów

miesięcznie, czyli więcej niż nauczyciel. Pieniądze trzymał w szafie, której nikomu nie pozwalał dotykać. Pewnego razu zrobił wyjątek i pokazał zgromadzone 700 dolarów koledze, Lou Battistonemu. Jego przyjaciel wspomina to wydarzenie jako wyjątkowe: „Pewnego dnia, gdy odwiedzałem Warrena w domu, ten otworzył szufladę i powiedział: to są moje oszczędności. Leżało tam siedemset dolarów w małych nominałach”. Równowartość czteromiesięcznej wypłaty w posiadaniu nastolatka zrobiła na nim ogromne wrażenie [28].

W przypadku Grahama był to nie tyle prosperujący biznes, co smutna konieczność. W późniejszym czasie młody Benjamin udzielał korepetycji z matematyki, pracował na farmie mlecznej i w teatrze oraz składał telefony. Nawet gdy zaczynał karierę na Wall Street, aby mieć dodatkowe źródło dochodu, udzielał dzieciom wysoko postawionych wojskowych korepetycji z różnych przedmiotów.

Ze względu na to, że większość pieniędzy zarobił ciężką – głównie fizyczną – pracą, odczuwał stałą niechęć do nadmiernego ryzyka finansowego. Jak zauważa Carlen, wiele osób z Wall Street postrzega pieniądze abstrakcyjnie. Są dla nich po prostu wskaźnikami, które mają za zadanie określić, kto jest „na szczycie” [2]. Graham głęboko doświadczył, na czym polega wartość pieniądza i ich brak. Utożsamiał je z prawdziwą oraz bardzo namacalną siłą, która najpierw wyniosła jego rodzinę na wysoką pozycję, a następnie zniszczyła wszystko, co ta osiągnęła.

Matka Benjamin, Dora, starała się poprawić los rodziny, jednak prowadzenie pensjonatu zakończyło się niepowodzeniem. Dora podjęła więc inną, tym razem bardziej desperacką próbę poprawienia sytuacji finansowej rodziny. Nie mając żadnej wiedzy fachowej, ani doświadczenia w zakresie funkcjonowania rynków finansowych, otworzyła rachunek w domu maklerskim, aby zainwestować na giełdzie papierów wartościowych. Wybrała akcje potentata przemysłu stalowego US Steel. Jej znikoma wiedza na temat giełdy okazała się gwoździem do trumny dla rodzinnego budżetu. Akcje kupiła kilka miesięcy przed wybuchem paniki bankowej w 1907 roku. Joe Carlen komentuje to następująco: „Panika ta obróciła wniwecz rynek i większość jej inwestycji, a upadek banku pozbawił niewielkiej reszty tego, co zostało na koncie” [2].

Było to pierwsze zetknięcie się Grahama z giełdą. Przed wybuchem paniki czytał rubryki finansowe w codziennych gazetach, aby sprawdzić cenę akcji US Steel. Jeszcze wtedy nie posiadał żadnej wiedzy o papierach wartościowych. W autobiografii wspomina: „Wiedziałem wystarczająco dużo, żeby cieszyć się, gdy ceny szły w górę, i smucić się, kiedy spadały” [9]. Postępowanie matki na giełdzie stanowiło dla niego pierwszą wskazówkę, że inwestowanie ze względu na przeczucie wiąże się z wielkim ryzykiem finansowym.

Również współczesnym inwestorom działanie Dory pokazuje, że pod żadnym pozorem nie wolno nam zapominać o odłożeniu odpowiedniej kwoty w formie poduszki finansowej. Przed rozpoczęciem inwestowania należy przygotować dla siebie i rodziny zabezpieczenie na minimum 6–12 miesięcy życia. Wielu fachowców, w tym np. inwestor Peter Lynch, twierdzi, że najpierw trzeba mieć własny dach nad głową i gotówkę na rok życia. Dopiero wtedy inwestor będzie miał stalowe nerwy, jasność umysłu i dystans wobec notowań giełdowych [34].

Inwestując, nie powinno się odczuwać presji. Środki przeznaczone do inwestowania, muszą należeć do osobnej puli pieniędzy i lepiej pogodzić się z tym, że przez wiele lat nie będzie się do nich miało dostępu. W najatrakcyjniejszych warunkach do tego, by wejść na rynek i kupić akcje, czyli w momencie recesji, istnieje większe ryzyko utraty pracy lub obniżki pensji. Co się stanie, gdy po zakupie akcji giełda zanurkuje o kolejne 30%, a uczestnik rynku będzie zmuszony sprzedać część akcji, aby się utrzymać, bo w wyniku recesji straci dobrze płatną pracę i podejmie nowe, ale mniej intratne zajęcie? Co gorsza, wiele osób wchodzi na rynek podczas hossy, bo ma wtedy dodatkowe środki za sprawą podwyżki stałej pensji lub otrzymania premii. Gotówka ta prowokuje je do działania. Co zrozumiałe, wiele ambitnych osób nie może pogodzić się z tym, że ciężko zarobione pieniądze mają spocząć leniwie na lokacie oprocentowanej na poziomie inflacji lub wręcz poniżej. W takich sytuacjach do inwestowania skłaniają również historyczne stopy zwrotu z akcji, z poprzednich kilku lat, gdy na świecie królowała hossy, a poprzedni kryzys już dawno zatarł się w pamięci.

Kiedy środki na rachunku matki Grahama wyparowały, ten na pewien czas stracił zainteresowanie giełdą. Dodatkowo stało się jasne, że Dora nie jest w stanie utrzymać rodziny. W związku z tym przeprowadziła się z dziećmi do brata, Maurice'a. Graham w autobiografii wspomina gwałtowne kłótnie między matką a wujkiem. Czasem stawały się one tak żywiołowe, że pochodzące z Polski rodzeństwo zaczynało przekrzykiwać się w ojczystym języku. Dzięki temu dzieci nie mogły zrozumieć przekleństw.

Przez jakiś czas rodzina Grossbaumów była zmuszona utrzymywać się za 80 dolarów miesięcznie, czyli 2400 dolarów według dzisiejszej siły nabywczej. W USA oznaczało to znalezienie się poniżej granicy ubóstwa. Było to tym boleśniejsze, że jeszcze niedawno mieszkali w dużym domu w luksusowej dzielnicy i zatrudniali kucharza, pokojówkę oraz guwernantkę. Mimo że Graham z pewnością odczuł tę gwałtowną zmianę sytuacji, to nieźle radził sobie bez dawnych luksusów. Był bardzo związany z matką i dużo bólu sprawiało mu patrzenie na jej heroiczne, lecz rozpaczliwe zmagania, aby zapewnić byt rodzinie. To właśnie ten ból stał się katalizatorem większości przyszłych sukcesów Benjamina.

Dora dość wcześnie uświadomiła sobie, że dzięki charakterowi i przymiotom intelektu jej najmłodszy syn stanowi największą nadzieję na odzyskanie pozycji przez rodzinę. Według wspomnień Grahama matka dawała mu odczuć, jakie nadzieje wiąże z jego przyszłością. Niewątpliwie wpłynęło to trwale na psychikę chłopca. Jego głównym celem stało się przywrócenie rodzinie jej fortuny. Co więcej, chciał wynieść ją na nowe poziomy bogactwa. Warto jednak podkreślić, że stawianie dzieciom poprzeczki zbyt wysoko i przenoszenie na nich swoich ambicji nie wpływa pozytywnie na psychikę naszych pociech. Podstawę przy stawianiu oczekiwań wobec dzieci powinno stanowić realistyczne określenie ich możliwości. Należy także ocenić, na ile są wytrzymałe psychicznie i czy zniosą presję. Trzeba pamiętać, że nie ma uniwersalnych zasad w tym względzie. W związku z tym należy dopasować metody indywidualnie do dziecka, bo każde ma różne potrzeby, talenty i wrażliwość.

W przypadku Benjamina Grahama obyło się bez załamania nerwowego. Zdobył stypendium na Columbia University, gdzie mógł w pełni rozwinąć swój potencjał. W 1914 roku ukończył studia na drugiej pozycji na roku.

Przed końcem ostatniego semestru wydziały filozofii, języka angielskiego oraz matematyki zaproponowały mu stanowiska. Miał wtedy niespełna 20 lat. Graham zamiast na uczelni, wolał jednak spróbować szczęścia na Wall Street. Jak zauważa Robert G. Hagstrom, chłopak nie wybrzydzał w ofertach i początkowo gotów był pracować na szeregowym stanowisku w domu maklerskim Newburger, Henderson & Loeb. Szczęśliwie dla Benjamina, wkrótce poznano się na jego umiejętnościach i awansował w nim na analityka, by ostatecznie stać się partnerem [12].

Grahamowi udało się pokonać wszelkie przeciwności, a nawet wykorzystać je z dobrym skutkiem. W autobiografii komentuje to w ten sposób: „Nieszczęście ma smak goryczy, ale można je spożytkować i zamienić w słodycz. Nasze straty były ogromne, lecz w końcu udało się nam zrekompensować je z nawiązką” [9]. Dojrzały Graham jednoznacznie stwierdza, że niedostatek, w jakim żyła jego rodzina po śmierci ojca, był z jednej strony przykry, a z drugiej – inspirujący. Determinacja, by przywrócić pozycję rodzinie i chęć sprawienia, by matka była dumna z jego dokonań, motywowały go do osiągnięcia najpierw naukowego, a później zawodowego sukcesu.

Dzieciństwo Grahama ukształtowało jego postrzeganie pieniędzy, zarówno z perspektywy ich zarabiania, jak i wydawania. Zmuszony w młodym wieku do podjęcia pracy i minimalizowania wydatków przez ograniczony budżet, już wtedy zrozumiał, że sukces finansowy składa się z ofensywy, czyli zarabiania, i defensywy, czyli wydawania jak najmniej za dobrą wartość. W autobiografii w ten sposób opisał wpływ trudnych lat po utracie rodzica na własne życie: „Rozwinęły we mnie szacunek do pieniędzy, gotowość do ciężkiej pracy za niewielkie kwoty i skrajną zachowawczość w wydawaniu” [9].

Ta „skrajna zachowawczość” dawała Grahamowi ogromną przewagę podczas decydowania, jakie akcje lub obligacje powinien kupić. Znalazła ona wyraz w podstawowej zasadzie stworzonej przez niego filozofii inwestowania – marginesie bezpieczeństwa, do którego wrócimy w dalszej części książki.

## **Rozdział 2. Inwestor defensywny i aktywny a spekulant.**

„Osoby, które inwestują, zarabiają pieniądze dla siebie, zaś osoby, które spekulują, zarabiają dla swoich brokerów. To z kolei powoduje, że Wall Street nieustannie bagatelizuje trwale zalety inwestowania i rozdmuchuje uroki spekulacji” [8].

Benjamin Graham

W tym rozdziale postaramy się wyjaśnić, czym jest inwestowanie i w jaki sposób – zdaniem Grahama – różni się ono od spekulacji. Choć określenia takie jak „inwestor defensywny” i „aktywny” przytoczymy już za moment, to dokładna charakterystyka wraz przykładami zostaną omówione w dalszych rozdziałach.

Na początku rozważań na temat udanej inwestycji warto zastanowić się, czym właściwie jest samo inwestowanie. Choć poznawanie różnych definicji pojęcia „inwestycja” może się wydać nudne, a dokładne zdefiniowanie – niepotrzebne, to warto poświęcić na to kilka minut. Wielu uczestników rynku staje się tak zwanymi „dawcami kapitału” właśnie dlatego, że myśli, iż inwestuje, choć w rzeczywistości jest czystej krwi spekulantami, graczami czy też hazardzistami. W obowiązującej ustawie o rachunkowości inwestycją nazywa się posiadanie przez jednostkę aktywa, za pomocą którego osiąga się korzyści ekonomiczne [31]. Wynika to ze wzrostu wartości tych aktywów oraz uzyskania przychodów w formie odsetek i dywidend, czyli udziałów w zyskach, czy też innych pożytków, w tym także z transakcji handlowych. Przede wszystkim są to aktywa finansowe oraz nieruchomości lub wartości niematerialne, takie jak prawa autorskie, licencje, koncesje, prawa do patentów czy znaków towarowych,

które nie są użytkowane przez daną jednostkę, a ich celem jest osiągnięcie korzyści materialnych.

Również w literaturze fachowej spotyka się wiele definicji inwestowania. Całe opasłe publikacje poświęcone są inwestowaniu i poszczególnym aspektom analizy inwestycji.

W latach 80. XX wieku popularnością cieszyła się definicja, według której inwestowanie oznacza przeznaczenie czynników produkcyjnych na utrzymanie, powiększenie lub poprawę aparatu produkcyjnego. W definicji tej podkreślono jednak wyłącznie celowy aspekt, pomijając ten efektywnościowy, więc nie uwzględniono problemu ryzyka towarzyszącego inwestowaniu.

Amerykański ekonomista Jack Hirschleifer inwestycją nazywa natomiast „bieżące wyrzeczenie się konsumpcji w celu osiągnięcia przyszłych korzyści” [25]. Podkreślił on dwie cechy inwestycji, a mianowicie: aspekt psychologiczny i przyszłe korzyści. Również on w definicji nie uwzględnił czynnika ryzyka.

Z kolei polski profesor nauk ekonomicznych Stefan Wrzosek określa inwestycję jako „nakłady (zazwyczaj skoncentrowane w czasie) ponoszone z myślą o przyszłych korzyściach; korzyści te, zwykle osiąmane w okresach stosunkowo długich, z powodu opóźnienia w stosunku do nakładów i rozłożenia w czasie są obarczone ryzykiem” [33]. Na podstawie tej definicji można wymienić cztery charakterystyczne cechy inwestycji, czyli nakład, korzyść, czas oraz ryzyko.

Inaczej z problemem ryzyka rozprawił się Graham. W książce Inteligentny inwestor dokonuje on rozróżnienia na „inwestora” i „spekulanta”. Nie była to jego pierwsza próba rozdzielenia tych dwóch terminów. Już w 1934 roku w podręczniku Security Analysis starał się precyzyjnie określić różnicę pomiędzy inwestorem i spekulantem. Stwierdza tam: „Operacja inwestycyjna to taka, która dzięki starannej analizie, obiecuje bezpieczeństwo oraz zadowalającą rentowność zaangażowanej kwoty. Operacje nie spełniające tych wymogów są spekulacjami” [10]. W czasach przed Grahamem uważano, że inwestuje się wyłącznie w obligacje, zaś zakup akcji zawsze oznacza spekulowanie. Natomiast czterdzieści lat



później, w latach 70. XX wieku, Graham zauważa, że sytuacja się zmieniła. W tym czasie bowiem na Wall Street panowało przekonanie, że każda osoba, która nabywa jakieś walory, automatycznie staje się inwestorem, bez względu na to, czy kupuje akcje, czy obligacje, po jakiej cenie, w jakim celu, za gotówkę czy też na kredyt.

Graham zdecydowanie nie zgadzał się z takim podejściem i podkreślał, że nie należy używać słowa „inwestor” w odniesieniu do wszystkich podmiotów prowadzących operacje na giełdzie.

Dokonał również podziału na inwestora defensywnego i przedsiębiorczego, czyli „Defensive Investor” oraz „Enterprising Investor”. W polskiej wersji językowej Inteligentnego inwestora pojęcia te nie były konsekwentnie tłumaczone. Inwestora „defensywnego” określa się w niej momentami również biernym, a „przedsiębiorczego” – aktywnym. Aby nie wprowadzać czytelnika w zamieszanie będziemy używać wyłącznie określeń „aktywny” i „defensywny”.

Aktywny inwestor różni się od defensywnego zarówno posiadaną wiedzą teoretyczną z dziedziny ekonomii, jak i doświadczeniem. Jego podejście charakteryzuje się tym, że nieustannie musi monitorować i kontrolować sytuację na rynku. Inwestor aktywny wkłada mnóstwo wysiłku w dynamiczne zarządzanie portfelem, w analizę rynku oraz wybór inwestycji. Natomiast inwestor defensywny traktuje operacje na giełdzie jako dodatkowe zajęcie i nie poświęca mu się w pełni. Nie posiada on odpowiedniej wiedzy na temat ekonomii, a także nie ma doświadczenia zdobytego w procesie inwestowania. Tym samym jego portfel jest często zautomatyzowany, a jego prowadzenie powierza on profesjonalistom.

Jako przykład defensywnego inwestora Graham podaje lekarza, czyli przedstawiciela cenionego społecznie zawodu. Zdecydowana większość lekarzy nie ma czasu, aby aktywnie inwestować, sprawdzać kursy spółek czy bieżące komunikaty. Większość lekarzy nie opanowała też umiejętności czytania bilansów spółek i nie potrafi wycenić przedsiębiorstwa.

Jak zauważa Jason Zweig, który opatrzył komentarzami nowsze wydania Inteligentnego inwestora, zdaniem Grahama inwestowanie składa się z trzech kluczowych czynników. Po pierwsze, zanim podejmie się decyzję o

kupnie akcji, należy starannie przeanalizować firmę oraz dokładnie zbadać rzetelność prowadzonej przez nią działalności. Po drugie, trzeba świadomie zabezpieczać się na wypadek wystąpienia poważnych strat, np. w wyniku bessy i ogólnego spadku cen akcji. Po trzecie, inwestor musi starać się uzyskiwać zadowalające, nie zaś nadzwyczajne wyniki. Zbyt duże oczekiwania odnośnie do stóp zwrotu mogą sprawić, że dany uczestnik rynku zacznie kupować akcje spółek charakteryzujących się dużymi wahaniami i z czasem stanie się ryzykantem. Niemal niepostrzeżenie taki inwestor przeobrazi się w spekulanta. Inwestor oblicza wartość akcji, biorąc pod uwagę prowadzoną przez spółkę działalność gospodarczą. Natomiast spekulant zakłada, że cena akcji wzrośnie, ponieważ ktoś inny będzie chciał za nie więcej zapłacić.

Spekulanci kierują się zasadą większego głupca – zawsze liczą na to, że znajdzie się ktoś mniej rozgarnięty, kto odkupi od nich dane akcje za wyższą cenę. Gdy zarabiają ich mózg zachowuje się tak, jakby byli pod wpływem ekstazy lub morfiny. W praktyce zdarza się, że „większy głupiec” się nie pojawia i spekulanci zostają sami z akcjami, których rzeczywistej wartości nawet nie znają. Pamiętaj, że gdy kupujesz akcje na giełdzie, to ktoś je sprzedaje. Zanim dokonasz nabycia papierów wartościowych zastanów się, dlaczego ktoś chce się ich pozbyć. Gdy okazuje się, że sami jesteśmy „naiwniakami” ubranymi w drogie akcje, pojawia się frustracja i próby historycznego odrobienia strat. Należy jednak pamiętać, że matematyka i prawa rynku są bezlitosne. Dla przykładu – jeżeli dane akcje zniżkowały o 50%, to żeby wyjść na zero, muszą one wzrosnąć o 100%. Jeżeli jednak cena spadła aż o 75%, to aby wrócić do poziomu wyjściowego, musi ona wzrosnąć o niebotyczne 300%.

Graham twierdzi, że inwestor dokonuje oszacowania ceny rynkowej „zgodnie z ustalonymi standardami bezpieczeństwa i wyceny” [7], natomiast spekulant „opiera swoje standardy wartości na cenie rynkowej” [7]. Zdarza się, że osoby nieobeznane z metodami wyceny akcji oceniają atrakcyjność danej inwestycji na podstawie cen historycznych. Tacy niedoświadczeni uczestnicy rynku zakładają, że jeśli kiedyś akcje kosztowały 60 zł, a obecnie tylko 20 zł, to świadczy to o tym, że są tanie i warto je kupić. Ocena taka nierzadko dokonywana jest w oderwaniu od sytuacji ekonomicznej danej spółki, która może odzwierciedlać powód, dla

którego dane akcje mają taką, a nie inną cenę. Opisane działanie to czysta spekulacja i może prowadzić do poważnych strat.

Jason Zweig twierdzi, że dla spekulanta bezustanny napływ notowań jest niczym tlen. Umiera, jeżeli nie ma do niego dostępu. Z kolei dla inwestora „notowania” są mniej istotne. Graham uważa, że powinieneś inwestować w akcje jedynie wtedy, gdy czujesz się w ich posiadaniu dobrze, nawet jeśli nie znasz ich bieżącej ceny. Jak zauważa Robert G. Hagstrom w książce Na sposób Warrena Buffetta: „Jeśli zasypiając masz w głowie kursy akcji, to coś jest z Twoim podejściem nie w porządku. Powinieneś myśleć o rzeczywistej wartości i wynikach spółki, a nie notowaniach jej papierów. Rynek istnieje po to, by Ci służyć, a nie po to, by Cię instruować” [12].

Aby zobrazować różnicę między podejściem zorientowanym na rzeczywistą wartość przedsiębiorstw, a emocjonowaniem się notowaniami ich akcji, warto w tym miejscu powołać się na eksperyment myślowy. Wyobraź sobie, że wraz z bliskimi udajesz się na 2-letni luksusowy urlop na odległą wyspę na Pacyfiku lub – jeśli jesteś osobą aktywną – w podróż dookoła świata. Ceną jest to, że zrezygnujesz z dostępu do notowań giełdowych. Przed wylotem możesz kupić akcje wybranych spółek, ale następnie przez 2 lata, podczas pobytu w luksusowym ośrodku lub w podróży, nie będziesz już mieć dostępu do notowań i rachunku maklerskiego, przez który mógłbyś dokonywać transakcji. Niejeden inwestor przystałby na takie warunki, ale dla spekulanta uzależnionego od handlu byłby to istny koszmar.

Zamiast codziennie sprawdzać notowania cen akcji, lepiej zapisać sobie w kalendarzu terminy publikacji raportów okresowych wybranych firm. Każda spółka publiczna musi na koniec roku obrachunkowego przedstawić do publicznej wiadomości terminy publikacji raportów finansowych za poszczególne kwartały, półrocza oraz sprawozdań za cały rok działalności. Regularna lektura informacji podawanych przez spółki pozwoli zdobyć realne oraz użyteczne informacje. Nawet nie będąc specjalistą od analizy fundamentalnej, można sprawdzić, czy firma poprawia zyski, jak zmienia się jej zadłużenie, stan aktywów czy przychody ze sprzedaży. Parametry takie są bardzo proste w interpretacji, a mogą sporo powiedzieć na temat tego, czy warto dalej trzymać dane akcje. Dla osób zainteresowanych

sięgnięciem głębiej istnieją portale, na których dostępne są wyliczone poszczególne wskaźniki finansowe wraz z interpretacją. Przeglądanie danych finansowych nie jest niestety tak emocjonujące jak obserwowanie wykresów i podziwianie zachodzących zmian. Jednak inwestorzy, którzy zaprzyjaźnią się z raportami okresowymi, mogą liczyć na znacznie wyższe zyski niż ich koledzy skupiający uwagę na obserwowaniu zmian ceny. Reasumując – każdy, kto chce zarabiać na giełdzie, powinien poznać podstawowe zagadnienia analizy finansowej oraz elementy analizy sprawozdań finansowych. Ze zdobytą wiedzą należy regularnie czytać raporty spółek.

W 1948 roku, gdy Graham szykował się do wydania Inteligentnego inwestora, wiele osób niechętnie kupowało akcje. Część z nich argumentowała to „brakiem bezpieczeństwa i hazardem” [7], a pozostali uważali, że „się na tym nie znają” [7]. W tamtym czasie zakup każdego rodzaju akcji niemal zawsze kojarzył się ze spekulacją i zwiększonym ryzykiem. Co więcej, pod koniec lat 40. wyceny były bardzo atrakcyjne. Średni wskaźnik cena/zysk dla spółek notowanych na Wall Street wynosił zaledwie 5. Oznacza to, że wyceniane były na kilkuletnie zyski. Dla porównania we wrześniu 2022 roku był to poziom bliski 25 lat. Na początku lat 50. ceny akcji miały rozpocząć największy w historii marsz na północ. Dopiero kilka lat później, gdy ceny niebezpiecznie wzrosły, zakup akcji zaczęto postrzegać jako „inwestycję”, a wszystkich, którzy kupowali akcje, zaczęto nazywać „inwestorami”. Paradoksalnie, gdy akcje opłacało się kupować, wówczas najmniej ludzi miało ochotę mieć z nimi jakąkolwiek styczność. Podobna sytuacja miała miejsce na polskiej giełdzie w pierwszych miesiącach 2009 roku. Nastąpiło wówczas apogeum paniki związanej z kryzysem finansowym. Najlepsze polskie spółki można było wtedy kupić często poniżej ich wartości księgowej, czy nawet likwidacyjnej, ale niewiele osób skorzystało z okazji. W szeregu przypadków było to spowodowane wcześniejszymi stratami poniesionymi przez nich np. na jednostkach funduszy inwestycyjnych opartych o akcje. Na początku 2021 roku wielu klientów domów maklerskich kupowało akcje na szczytach, szczególnie te z modnych branż. Doskonałym przykładem z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie jest branża gier komputerowych, która zaliczyła imponujące wzrosty, a klienci wciąż chętnie kupowali akcje spółek gamingowych. Nie odstraszał ich wysoki

poziom wskaźników wyceny tych spółek, a rekomendacje domów maklerskich zachęcały do dalszych zakupów. Nie ulega wątpliwości, że wiele przedsiębiorstw z tej branży to prawdziwe perełki generujące wysokie zyski oraz mające bardzo niskie albo zerowe zadłużenie. Ich wysoka wycena powinna jednak sugerować wzmożoną ostrożność oraz zachęcać do dywersyfikacji portfela. Gdy piszemy te słowa jesienią 2022 roku, wyceny spółek gamingowych są już dość niskie. Przykładowo firmy takie jak Playway i Creepy Jar wycenione są na 14-letni zysk.

Ciekawym aspektem psychologii inwestowania, o której wspomniano w poprzednim akapicie, jest pojęcie „hossy pokoleniowej”. Polega ono na tym, że mniej więcej co 30 lat następuje zmiana pokoleniowa na giełdzie, co znacząco ożywia rynek. Przygodę z giełdą rozpoczyna się średnio w wieku 35 lat. W tym wieku część osób dysponuje już kapitałem, który można zainwestować. Jeśli jednak trafią one na bessę lub stracą środki przez błędny wybór spółek do portfela, to łatwo zrażą się do operacji giełdowych i będą już niechętnie kupować akcje. Tak było w przypadku osób w wieku 35–60 lat, które masowo nabywały akcje niedługo przed wybuchem kryzysu z 2008 roku. W 2022 roku nadal wielu Polaków pamiętało dotkliwe straty po upadku banku Lehman Brothers. Nie dotyczy to osób, które w 2008 roku miały – powiedzmy – 15 lat i były zbyt młode, aby inwestować. Trzydzieści lat później czyli w 2038 roku będą miały już 45 lat i można przypuszczać, że będą dysponowały sporym kapitałem, którym da się wywołać znaczną zwyżkę notowań akcji. Co ciekawe, traumatyczne doświadczenia licznych uczestników rynku z 2008 roku nie przeszkodziły w hossie w sektorze producentów gier komputerowych na GPW. Pewnym wytłumaczeniem może być tu fakt, iż sektor ten jest popularny szczególnie wśród młodszych roczników. Akcje producentów gier, podobnie jak kryptowaluty, szczególnie chętnie kupują 20-, 30-latkowie, którzy nie ponieśli strat w 2008 roku. Choć młodzi ludzie nie posiadają z reguły tak dużego kapitału, co 50-latkowie, to są w stanie zapewnić danemu segmentowi rynku potężne zwyżki. Kwestią sporną pozostaje, jak duży ich odsetek to spekulanci, a jaki stanowią inwestorzy. Warto podkreślić, że to ostatnie rozróżnienie, czyli pomiędzy inwestycją a spekulacją, Graham uważa za kluczowe. Zanik granic pomiędzy tymi pojęciami powinien budzić niepokój. Jak zauważa: „Często twierdziliśmy, że Wall Street jako instytucja powinna wrócić do tego rozróżnienia i

promować je we wszystkich kontaktach z opinią publiczną. W przeciwnym razie, któregoś dnia giełdy zostaną obarczone winą za poważne straty spekulacyjne, poniesione przez ludzi, którzy nie zostali stosownie ostrzeżeni” [7].

Jason Zweig komentuje tę sprawę następująco: „Wall Street od zawsze lekceważy cnotę cierpliwości, a nagłaśnia atrakcyjność spekulacji”, dlatego że leży to w interesie brokerów [7].

Warto zaznaczyć, że idealnym klientem dla maklera jest osoba o charakterze hazardzisty z portfelem do 20 tysięcy złotych, składająca zlecenia bardzo często osobiście lub przez telefon. Każda transakcja związana jest z zapłatą prowizji. A najwyższą prowizję płaci się właśnie poprzez wspomniane wcześniej kanały zleceń. Dodatkowo klient dysponujący niewielkim portfelem, nie ma możliwości negocjowania prowizji, co dodatkowo podnosi „marżowość” takiej osoby. Dla przykładu porównajmy zlecenia telefoniczne i internetowe w jednym z wiodących domów maklerskich. Za zlecenie dokonane przez telefon dom maklerski pobierze prowizję w wysokości 0,94% wartości transakcji. Oznacza to, że przy zakupie i późniejszej sprzedaży klient odda maklerowi prawie 2% swoich środków. Przy realizacji takiej samej dyspozycji przez Internet zapłaci 0,38% wartości zainwestowanych środków. Jak widać, korzystanie z tego kanału dostępu jest wielokrotnie tańsze. W długoletniej perspektywie czasowej, jaką powinni przyjąć wszyscy, którzy chcą inwestować jak Graham, należy wziąć to pod uwagę, ponieważ wysokość marży dla maklera naprawdę może robić ogromną różnicę.

Inwestor musi mieć świadomość, że prawie zawsze jego portfel akcji zawiera swego rodzaju element spekulacyjny. Należy pamiętać, aby utrzymać ten element w wąskim zakresie. Warto również nastawić się – zarówno finansowo, jak i psychicznie – na to, że w bliższej lub dalszej perspektywie mogą pojawić się okresy mniej korzystne.

Choć jawna spekulacja nie jest nielegalna czy niemoralna, to w większości przypadków jest niekorzystna. Z dużą dozą prawdopodobieństwa jesteś zdania, że możesz osiągnąć wyniki lepsze niż inni uczestnicy rynku. Pamiętaj jednak, że według wiarygodnych badań 93% amerykańskich – i prawdopodobnie również polskich – kierowców uważa, że prowadzi auta

lepiej niż inni. Tak samo jest z wiarą we własną atrakcyjność fizyczną, urok osobisty i możliwość pokonania giełdy [35]. W spekulacyjnej grze zazwyczaj nasz „gadzi mózg” przejmuje nad Tobą kontrolę i tylko Ci się wydaje, że Twój intelekt jest panem sytuacji. Jak zauważa Jason Zweig: „Przeciwwagą dla impulsów pochodzących z obszarów mózgu ukształtowanych miliony lat temu są impulsy płynące z cienkiej warstewki mózgu, ukształtowanej stosunkowo niedawno i odpowiedzialnej za procesy analityczne. Te impulsy są często zbyt słabe, by zagłuszyć potężny emocjonalny sygnał płynący z najstarszych części mózgu. Dlatego właśnie znać właściwą odpowiedź i podejmować właściwe działania to dwie różne rzeczy” [35].

Niestety pewien poziom spekulacji jest nieunikniony, gdyż w wielu sytuacjach przy zakupie akcji należy liczyć się z możliwościami nie tylko zysków, lecz także strat. W XXI wieku trudno kupić akcje firm po cenie niższej niż ich wartość likwidacyjna. Trzeba więc być świadomym tego ryzyka.

Tak samo jak inteligentne inwestowanie, istnieje również inteligentna spekulacja. Jednak, co istotne, z wielu powodów może być ona jednak nieinteligentna. Mianowicie może zdarzyć się tak, że ktoś spekuluje, myśląc, że inwestuje. Są też osoby, które uważają, że profesjonalnie spekulują, ale w rzeczywistości brakuje im do tego odpowiedniej wiedzy i umiejętności. Zdarzają się również sytuacje, że ktoś spekuluje i ryzykuje więcej pieniędzy, aniżeli może stracić. Tak się dzieje, gdy ktoś umieszcza na giełdzie chwilową nadwyżkę pieniędzy, której później będzie potrzebował, np. jako wkładu własnego do zakupu mieszkania na kredyt czy do wyprawienia wesela.

W konserwatywnym ujęciu każdy nieprofesjonalista prowadzący operacje na kredyt powinien być świadom tego, że – chcąc nie chcąc – spekuluje. Natomiast jego makler ma obowiązek mu to uzmysłowić. Każdy, kto kupuje tzw. „pewne” akcje czy też prowadzi podobne operacje, albo uprawia hazard, albo właśnie spekuluje. Co ciekawe, jeszcze przed wielkim kryzysem w latach 30. XX w. można było kupić akcje na kredyt. W banku zaciągano kredyt oprocentowany na 5–10% w skali roku i za pożyczone środki nabywano akcje. Te miały przynieść zysk w wysokości np. 20%.

Takie rozwiązanie było korzystne dla obu stron w warunkach hossy. Banki zarabiały na kredycie, a spekulant zarabiał więcej, niż wynosiły odsetki od tego kredytu. Warto zaznaczyć, że taki kredyt dla banku to stosunkowo mało ryzykowna transakcja – jest ona zabezpieczona papierami wartościowymi, zazwyczaj o większej wartości niż kwota kredytu. W XXI wieku obowiązuje zasada, że im bardziej ryzykowny w opinii banku papier wartościowy, tym niższy dla niego współczynnik zabezpieczenia kredytu. Dla przykładu – akcje spółek z WIG20 mogą stanowić 100% zabezpieczenia kwoty kredytu, zaś akcje nieco mniejszych, ale rozpoznawalnych i w miarę stabilnych finansowo spółek, mogą służyć już tylko w 75% zabezpieczeniu kredytu. Oczywiście im głębiej w giełdę, tym niższe poziomy zabezpieczeń. Oznacza to, że bank ponosi niewielkie ryzyko, bo ma zabezpieczony kredyt, a w przypadku spadku ceny akcji może wezwać inwestora do zwiększenia kwoty zabezpieczenia przez wpłatę dodatkowej sumy pieniędzy. Problemem dla banku może być sytuacja małej płynności po stronie popytowej i luka cenowa. Innymi słowy, sporadycznie może dojść do sytuacji, gdy bank nie zdoła sprawnie sprzedać akcji, które trzyma jako zabezpieczenie. Przykładowo założmy, że pod zastaw akcji wycenionych na koniec sesji w piątek na 100 tysięcy zł dany uczestnik rynku uzyskał kredyt w wysokości 75 tysięcy złotych. Fatalne wyniki finansowe opublikowane po sesji sprawiły, że w poniedziałek już na otwarciu notowań akcje te zniżkują o 40%. Bank sprzedaje akcje i odzyskuje 60 tysięcy złotych, ale wciąż do spłaty pozostaje 75 minus 60, czyli 15 tysięcy złotych. Osoba posiadająca taki kredyt jest narażona nie tylko na ogromne ryzyko, które wiąże się ze sprzedażą aktywów w niekorzystnym momencie, ale i utratę pieniędzy, którymi nie dysponuje, a które będzie musiała zwrócić bankowi. Podczas Wielkiego Kryzysu w latach 1929–1933 mnóstwo amerykańskich banków upadło między innymi dlatego, że zrujnowani spekulanci nie byli w stanie spłacić zaległości, co odbiło się na instytucjach, które lekkomyślnie ich kredytowały. W naszych czasach tego typu problemy pojawiły się w przypadku części platform forexowych po zaskakującym uwolnieniu notowań franka szwajcarskiego i jego skokowej aprecjacji w 2015 roku. Część klientów platform forexowych przyplaciła tę sytuację niespłaconymi kredytami. Należy wyraźnie podkreślić, że jeśli uczestnik rynku wykorzystuje kontrakty terminowe z bankiem lub dźwignię, to ze względu na ponoszone ryzyko uznaje się go za spekulanta.



Zdaniem Grahama: „Spekulacja zawsze jest fascynująca i traktowana jak zabawa przynosi wiele radości” [7]. Co więcej, uważał on, że człowiek to taka istota, która nie może oprzeć się swoim wewnętrznym instynktom. Widać tutaj zatem aspekt psychologiczny inwestowania. Chęć ryzyka i podniesienia adrenaliny jest tak ogromna, że często spekulant stawia wszystko na jedną kartę. Dopiero gdy te żądze zostaną zaspokojone, zacznie podejmować racjonalne decyzje odnośnie do pozostałego kapitału. Właśnie dlatego Graham uznaje, że czasami lepiej nasycić swoje spekulacyjne potrzeby, aby ugasić pragnienie. Należy tego jednak dokonać jak najmniejszym kosztem. Według niego, jeśli ktoś chce spróbować swoich sił w spekulacjach, powinien wyodrębnić jak najmniejszą część kapitału. W barwny sposób problem ten opisano w książce *Twój mózg, twoje pieniądze*: „Jeżeli nie możemy powstrzymać się od podejmowania ryzykownych zachowań na rynku, powinniśmy przynajmniej ograniczyć sumę, którą w te działania angażujemy. Należy zachować się podobnie jak hazardzista, który ogranicza straty, deponując portfel w hotelowym sejfie i zabiera ze sobą do kasyna tylko 200 dolarów” [35].

Zatem zarówno Graham, jak i Zweig opowiadają się za tym, by posiadać osobny fundusz przeznaczony do celów spekulacji. W XXI-wiecznych realiach, jeśli marzysz o handlowaniu kryptowalutami, to najlepiej robić to w taki właśnie sposób. Nie można jednak powiększać tego konta jedynie dlatego, że ceny giełdowe lub kurs kryptowaluty poszły w górę, a zyski wzrosły. Co więcej, moment zysków to raczej odpowiednia chwila, aby przemyśleć wycofanie pieniędzy z funduszu spekulacyjnego. Należy się liczyć z tym, że w terminie 20 lat nasz portfel spekulacyjny przyniesie straty, choć przejściowo zapewni spektakularne stopy zwrotu, co będzie nas prowokować, by również resztę kapitału potraktować w ten sam sposób. Spekulując, z pewnością wielokrotnie dojdiesz do wniosku, że odkryłeś jakiś „sprytny” (w Twojej opinii) sposób na to, by błyskawicznie pomnażać kapitał. Zauważysz wiele razy powtarzający się schemat zachowań rynku lub trafisz na rzekomo „genialny” system opracowany przez ekspertów rynku. Nawet jeśli eksperci będą wybitnymi naukowcami w dziedzinie ekonomii czy matematyki, to trzeba pamiętać, że ich stopy zwrotu, którymi będą się chwalić, są wynikami historycznymi i prawdopodobnie nie będą się powtarzać w przyszłości. Fundusz Long Term Capital Management, stworzony przez czterech noblistów, zarobił 63% w 1995 i 50% w 1996

roku. Rok 1997 był znacznie gorszy, a kolejny doprowadził noblistów do bankructwa. Pograżyły ich wysokooprocentowane (40% w skali roku) obligacje rosyjskie. Na nieszczęście dla funduszu Rosja zawiesiła spłatę zobowiązań.

Jak więc widać, transferowanie dodatkowych środków do portfela spekulacyjnego, aby podążyć za takimi schematami i zarabiać np. 30% rocznie, nawet jeśli szczęśliwie udawało się to przez choćby i kilka lat z rzędu na portfelu spekulacyjnym, jest fatalnym pomysłem. Jak zauważa Jason Zweig: „Chociaż to lekarze mają opinię kiepskich inwestorów, z moich obserwacji wynika, że inżynierowie radzą sobie jeszcze gorzej. (...) spotkałem w życiu inżynierów, którzy spędzali dziennie dwie lub trzy godziny na analizowaniu wskaźników giełdowych. Wielu z nich jest przekonanych, że znaleźli klucz do statystycznej tajemnicy i że dzięki temu uda im się wygrać z rynkiem” [35].

Zweig wskazuje też na interesujące aspekty psychologiczne w procesie podejmowania decyzji o inwestycji.

Symboliczny portfel spekulacyjny służyć powinien jedynie zaspokojeniu potrzeby ryzyka i jeśli ktoś nie ma w sobie żyłki hazardzisty, to nie ma sensu go prowadzić. Niestety większość uczestników rynku lubi ryzyko, więc taki osobny, gromadzący np. 10% kapitału portfel jest wskazany.

Przeciwnieństwem spekulanta jest inwestor defensywny. Graham nazywa tak osobę, która jest zainteresowana bezpiecznym inwestowaniem, a tym samym wolnością od zmartwień. Według Grahama istotną część portfela inwestora defensywnego powinny stanowić obligacje.

Problem stanowią w tym wypadku stopy zwrotu, które w XXI wieku były znikome. Jeszcze przed wybuchem pandemii, we wrześniu 2018 roku, oprocentowanie polskich 10-letnich obligacji skarbowych kształtowało się na poziomie 3,2%, od czego należy odjąć tzw. podatek Belki, czyli realnie będzie ono wynosić 2,6%. Tymczasem inflacja wynosiła 2%. Można zatem było zarobić na nich 0,6% w skali roku, godząc się przy tym na długotrwałe zamrożenie kapitału lub wysoki poziom wahań cen, jeśli zdecydowaliśmy się sprzedać obligacje przed terminem wykupu. Jeszcze gorzej sytuacja wyglądała w Stanach Zjednoczonych. Przy oprocentowaniu obligacji 10-

letnich na poziomie 3% i inflacji 2,7%, po uiszczeniu podatku od nominalnych zysków kapitałowych, inwestor zostaje de facto ze stratą. Najgorzej jednak wygląda sprawa bezpiecznych obligacji europejskich takich krajów, jak Niemcy i Szwajcaria. Oprocentowanie 10-letnich obligacji dla Niemiec w 2018 roku wynosiło mniej niż 0,5% przy inflacji 2,1%. W przypadku Szwajcarii rentowność 10-letnich obligacji to... 0,02% przy inflacji wynoszącej 1,2%. Z pewnością wielu czytelników słyszało też o tym, że wcześniej występowało ujemne oprocentowanie obligacji Niemiec i Szwajcarii, trzeba więc było dopłacić za to, że pożyczano się pieniądze tym państwom.

Graham proponuje defensywnemu inwestorowi stosowanie polityki kompromisu. Mianowicie zawsze powinien mieć znaczną część środków ulokowaną zarówno w obligacjach, jak i w akcjach. Może zdecydować się na prosty podział po połowie bądź wybrać – w zależności od własnej oceny – proporcję, w której poszczególne instrumenty inwestycyjne będą stanowiły od 25% do 75% całości portfela.

Podczas kryzysu z 2008 roku nastąpił spadek oprocentowania amerykańskich obligacji 10-letnich z poziomu 4% w 2007 roku do 2,2% na dnie paniki, na początku 2009 roku. Oznacza to, że w obliczu giełdowej paniki papiery skarbowe zyskały na wartości. Rentowność polskich obligacji w tym samym okresie zniżkowała z 6% do 5,5%. Na pierwszy rzut oka zachowały się one jak bezpieczne aktywa i pozwoliły zachować wartość w stosunku do akcji. Gdy dokładniej przyjrzymy się wykresom, okazuje się jednak, że po drodze nie obyło się bez nerwowości. Po upadku banku Lehman Brothers, jesienią 2008 roku, polskie obligacje przejściowo zanotowały poziom 8%! Jak widać, w chwili ekstremalnej paniki obawiano się o bezpieczeństwo wypłacalności naszego kraju, trudno więc uznać polskie obligacje skarbowe za tzw. „safe haven”, czyli bezpieczne schronienie.

Przy wyborze akcji dla inwestora defensywnego Graham preferuje konserwatyzm. Jego zdaniem inwestor nie może spodziewać się zysków większych niż przeciętne, jeżeli kupuje akcje spółek, które debiutują na giełdzie, czy też wszelkiego rodzaju akcje „gorące” mające przynieść szybki zysk. Z dużą dozą prawdopodobieństwa można stwierdzić, że na

dłuższą metę ponieść na nich stratę. Równie krytyczny względem rynku pierwotnego akcji jest Jason Zweig, który stwierdza, że „pod koniec lat 90. XX wieku specjaliści od bankowości inwestycyjnej systematycznie zaniżali ceny pierwszej oferty publicznej, czyli IPO, aby pierwszego dnia po debiucie akcje odnotowywały wzrosty na poziomie 697%. To zachęcało inwestorów do zainteresowania się kolejnymi IPO” [35]. Jak łatwo się domyślić, nie były one już tak korzystne.

Według Grahama defensywny inwestor powinien ograniczać się do akcji poważnych spółek, które zarówno mają za sobą wiele lat dochodowej działalności, jak i charakteryzują się bardzo dobrą kondycją finansową. Natomiast inwestorzy aktywni mogą kupować inne rodzaje akcji, o ile ich atrakcyjność zostanie potwierdzona staranną analizą. Szczegółowej charakterystyki inwestora defensywnego oraz opisanie różnic między nim a inwestorem aktywnym podejmiemy się w rozdziale czwartym. Wcześniej jednak zaprezentujemy tzw. „Wielką trójkę” Grahama, czyli trzy elementy jego teorii, które na zawsze zmieniły sposób patrzenia na papiery wartościowe przez miliony uczestników rynku na całym świecie.

## **Bibliografia, czyli z jakich książek skorzystaliśmy i co warto przeczytać**

- [1] Brandes Charles, Value Investing Today, 3rd edition, McGraw-Hill, New York- Chicago 2004.
- [2] Carlen Joe, Einstein inwestowania. Życie i ponadczasowa mądrość Benjamina Grahama, przeł. Glatki Michał, MT Biznes sp. z o.o., Warszawa 2014.
- [3] Connor Richard J., Warren Buffett o biznesie, przeł. Rostocki Marek, MT Biznes sp. z o.o., Warszawa 2011.
- [4] Elder Alexander, Zawód inwestor giełdowy. Psychologia rynków. Taktyka inwestycyjna. Zarządzanie portfelem, przeł. Nowińska Anna, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- [5] Frank Robert, Warren Buffett is the most charitable billionaire, CNBC, 21 Sept 2017, <https://www.cnbc.com/2017/09/21/warren-buffet-is-the-most-charitable-billionaire.html> [dostęp 8.12.2018].
- [6] Fisher Philip Arthur, Zwykłe akcje, niezwykle zyski oraz inne dzieła, tłum. Welsyng Cezary, MT Biznes sp. z o.o., Warszawa 2015.
- [7] Graham Benjamin, Inteligentny inwestor. Najlepsza książka o inwestowaniu wartościowym, wyd. skomentował Zweig Jason, tłum. Madejski Radosław, Bakalarz Dariusz, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2006.
- [8] Graham Benjamin, The Intelligent Investor, Commentary by Zweig Jason, Harper Business Essentials 2003.
- [9] Graham Benjamin, The Memoirs of Dean of Wall Street, ed. Seymour Chatman, McGraw-Hill, New York 1996.

- [10] Graham Benjamin, Dodd David, Security Analysis, 6th edition, McGraw-Hill, New York 1998.
- [11] Greenwald Bruce, Kahn Jude, van Biema Michael, Sonkin Paul, Value Investing. From Graham to Buffett and beyond, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2001.
- [12] Hagstorm Robert G., Na sposób Warrena Buffetta, przeł. Sałbut Bartosz, MT Biznes sp. z o.o., Warszawa 2015.
- [13] Hutheesing Nikhil, The Graham & Dodders, Forbes, 23 Feb 2009, [https://www.forbes.com/2009/02/23/graham-dodd-buffett-personal-finance\\_fund\\_managers.html#28a2b3d4710f](https://www.forbes.com/2009/02/23/graham-dodd-buffett-personal-finance_fund_managers.html#28a2b3d4710f) [dostęp 9.12.2018].
- [14] Jóźwik Tomasz, I Ty nie będziesz Buffettem, Forbes, 23 kwietnia 2010, <https://www.forbes.pl/gielda/i-ty-nie-bedziesz-buffettem/edjfc3r> [dostęp 22.01.2019].
- [15] Kahn Irving, Milne Robert, Benjamin Graham: The Father of Financial Analysis, Occasional Paper no. 5, The Financial Analysts Research Foundation, Charlottesville, Virginia 1977.
- [16] Komar Zenon, Sztuka spekulacji po latach, t. 1-2, Wydawnictwo Linia, Ożarów Mazowiecki 2011.
- [17] Konish Lorie, What you need to do if you want to put off retirement like Warren Buffett, CNBC, 18 Jan 2018, <https://www.cnbc.com/2018/01/17/warren-buffett-is-delaying-retirement-heres-how-you-can-too.html> [dostęp 12.12.2018].
- [18] List do akcjonariuszy Berkshire Hathaway, luty 2018, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2017ltr.pdf> [dostęp 10.12.2018].
- [19] Lowe Janet, Benjamin Graham on Value Investing, Penguin Books, New York 1994.
- [20] Lowenstein Roger, Buffett: The Making of an American Capitalist, Duckworth Overlook, London 2008.

[21] Majewska-Bielecka Daria, Inwestowanie jako element zarządzania finansami osobistymi, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2014, nr 802.

[22] Matuszczak Wojciech, Finanse behawioralne, MBA 2005, nr 1.

[23] O'Connell Jodi, 5 of Warren Buffett's most frugal habits, Business Insider, 21 May 2017, <https://www.businessinsider.com/5-of-warren-buffetts-most-frugal-habits-2017-5?IR=T> [dostęp 7.12.2018].

[24] Taleb Nassim Nicholas, Czarny Łabędź, tłum. Siara Olga, Kurhaus Publishing, Warszawa 2015.

[25] Rogowski Waldemar, Rachunek efektywności inwestycji, wyd. 3, Wolters Kluwer, Warszawa 2013.

[26] Rokicki Albert, Jak selekcjonować spółki do długoterminowego portfela inwestycyjnego?, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, 26.05.2015, <http://www.sii.org.pl/9013/edukacja-i-analizy/akcjonariusz/jak-selekcjonowac-spolki-do-dlugoterminowego-portfela-inwestycyjnego.html> [dostęp 10.12.2018].

[27] Schifrin Matt, Two Book Chapters That Changed Warren Buffett's Life, Forbes, 24 June 2013, <https://www.forbes.com/sites/schifrin/2013/06/05/two-book-chapters-that-changed-warren-buffetts-life/#60bc777a69d3> [dostęp 10.12.2018].

[28] Schroeder Alice, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life, Bantam Books, New York 2008.

[29] Sunder Sushruth, Warren Buffett says sell your IQ points; they are of no use in stock market, Financial Express, 25 November 2017, <https://www.financialexpress.com/market/warren-buffett-says-sell-your-iq-points-they-are-of-no-use-in-stock-market/947022/> [dostęp 10.12.2018].

[30] Taleb Nassim Nicholas, Czarny Łabędź, tłum. Siara Olga, Kurhaus Publishing, Warszawa 2015.

[31] Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn. Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591).

[32] Wall Street, reż. Stone Oliver, USA 1987.

[33] Wrzosek Stefan, Kwestie sporne dotyczące rachunku efektywności inwestycji rzeczowych, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2011, nr 182.

[34] Lynch Peter, One Up On Wall Street, Simon & Schuster, 2nd edition, 2000.

[35] Zweig Jason, Twój mózg, twoje pieniądze, tłum. Witkowska Magda, Wydawnictwo Maklerska, 2022.

Łukasz Tomys Publishing

Poznań 2022