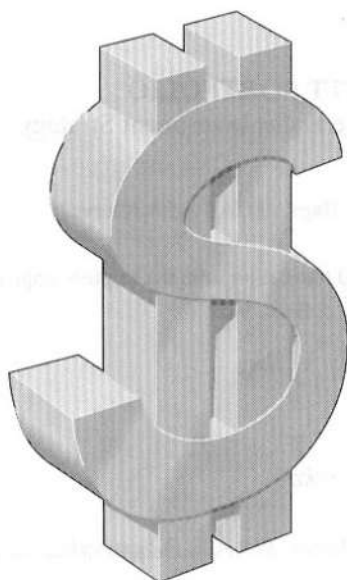


Robert G. Hagstrom



**Portfel
WARRENA BUFFETTA**

**Potęga strategii
inwestowania
skoncentrowanego**

Z angielskiego przełożył Andrzej Ehrlich



Wydawnictwa Naukowo-Techniczne Warszawa

Spis treści

Przedmowa	7
1. Inwestowanie skoncentrowane	11
2. Arcykapłani nowoczesnych finansów	25
3. Superinwestorzy z Buffettville	37
4. Lepszy sposób mierzenia efektywności	59
5. Zestaw narzędzi Warrena Buffetta	75
6. Matematyka inwestowania	93
7. Psychologia inwestowania	115
8. Rynek jako złożony system dostosowawczy	131
9. Gdzie są mistrzowie baseballu?	149
Dodatek A	165
Dodatek B	176
Podziękowania	180

Inwestowanie skoncentrowane

Robercie, skupiamy naszą uwagę na kilku tylko wyróżniających się firmach. Jesteśmy inwestorami skoncentrowanymi.

— WARREN BUFFETT

(Z wywiadu udzielonego w sierpniu 1994 r.)

Pamiętam tę rozmowę z Warrenem Buffettem tak, jak gdyby odbyła się wczoraj. Z dwóch powodów była dla mnie decydująca. Po pierwsze, skierowała mój sposób myślenia na całkowicie nowe tory; a po drugie, dała nazwę sposobowi zarządzania portfelem inwestycji, na który nasz sektor dotąd nie zwracał uwagi, choć mnie instynktownie wydawał mi od dawna cudownie sensowny. Ten sposób nazywamy dzisiaj inwestowaniem skoncentrowanym, które jest całkowitym przeciwieństwem wyobrażeń większości ludzi o działaniach doświadczonych inwestorów.

Hollywood stworzyło wizualny stereotyp menedżera finansowego. Jest to człowiek rozmawiający jednocześnie przez dwa telefony, nerwowo robiący notatki, usiłujący obserwować migoczące ekrany komputerów stojące z każdej jego strony, uderzający w klawiaturę za każdym razem, kiedy na którymś z tych ekranów pojawi się choćby najmniejszy spadek ceny akcji.

Warren Buffett, wzór inwestora skoncentrowanego, w maksymalnie możliwym stopniu odbiega od tego stereotypu. O człowieku, którego wielu uważa za największego inwestora na świecie, pisze się zazwyczaj, że „mówi łagodnie”, „trzyma się ziemi” i „przypomina dziadka”. Porusza się ze spokojem wynikającym z ogromnej pewności siebie, a jego osiągnięcia i historia efektywności jego działań przeszły do legendy. Nie jest przypadkiem, że cały sektor inwestycyjny pilnie obserwuje działalność Buffetta. Jeżeli określa on swój sposób postępowania jako „inwestowanie skoncentrowane”, postąpimy mądrze, jeżeli dowiemy się, co to oznacza i na czym polega.

Inwestowanie skoncentrowane jest wyjątkowo prostym pomysłem, a jednak, jak większość prostych pomysłów, jest zbudowane na złożonym fundamencie wzajemnie ząbwiących się koncepcji. Jeżeli przyjrzymy się dokładnie wszystkim jego aspektom, pod błyskotliwą powierzchnią dostrzeżemy głęboką treść i poprawność rozumowania.

W tej książce zaznajamiać się będziemy kolejno z wszystkimi tymi koncepcjami. Na razie pragnę jedynie zapoznać Czytelnika z zasadniczą ideą inwestowania skoncentrowanego. Cel tego pierwszego, ogólnego rozdziału jest odbiciem celów całej książki: ma skłonić Czytelnika do nowego sposobu myślenia o decyzjach inwestycyjnych i o zarządzaniu portfelem inwestycji. Ostrzegam: ten nowy sposób zapewne jest przeciwieństwem wszystkiego, co Czytelnikowi mówiono o inwestowaniu na giełdzie papierów wartościowych. Odbiega równie daleko od zwyczajowego sposobu myślenia o akcjach, jak Warren Buffett odbiega od stworzonego przez Hollywood stereotypu menedżera finansowego.

Istotę inwestowania skoncentrowanego można przedstawić w bardzo prosty sposób:

Wybierz niewielką liczbę akcji, które prawdopodobnie przyniosą ponadprzeciętne zyski w długim okresie, przeznacz na nie większość swoich środków przewidzianych na inwestycje i miej odwagę zachować je w czasie wszelkich krótkookresowych wahań na giełdzie.

Niewątpliwie to krótkie sformułowanie wzbudzi w Twoim umyśle wiele różnych pytań:

- Jak mam rozpoznać te ponadprzeciętne akcje?
- Ile to właściwie jest „niewielka liczba”?
- Co to znaczy „większość środków”?
- Jak długo muszę te akcje przechowywać?

I na koniec:

Dlaczego miałbym to robić?

Pełne odpowiedzi na te pytania znajdują się w dalszych rozdziałach. Tutaj naszym zadaniem jest przedstawienie ogólnego poglądu na proces koncentracji. Zaczniemy od wyjaśnienia, dlaczego mielibyśmy postępować w taki właśnie sposób.

Obecne zarządzanie portfelem: wybór jednej z dwóch możliwości

Odnosi się wrażenie, że na temat zarządzania portfelem toczy się obecnie zaciekle spór między zwolennikami dwóch konkurencyjnych strategii: aktywnego zarządzania oraz inwestowania indeksowego.

Menedżerowie portfeli* wyznający pierwszą z nich wciąż kupują i sprzedają wielką liczbę akcji. Ich celem jest zadowolenie klientów, a to oznacza systematyczne osiąganie na giełdzie wyników lepszych od przeciętnych. W rezultacie klient powinien każdego dowolnego dnia usłyszeć cieszącą go odpowiedź na pytanie „Jak się sprawuje mój portfel w porównaniu ze średnią całej giełdy?” i pozostawić swoje pieniądze w dotychczasowym funduszu. Aby utrzymać się na szczycie, aktywni menedżerowie usiłują przewidzieć, co się stanie z akcjami w ciągu najbliższych sześciu miesięcy i nieustannie zmieniają zawartość portfela, dążąc do wyciągania korzyści z tych prognoz. Przeciętny dzisiejszy fundusz powierniczy składa się z akcji ponad stu firm, a wskaźnik rotacji wynosi 80 proc.

Natomiast w inwestowaniu indeksowym kupuje się i zachowuje akcje. Polega ono na zebraniu, a następnie utrzymywaniu zróżnicowanego portfela akcji zwykłych, świadomie zaprojektowanego tak, żeby naśladować zachowania konkretnego indeksu giełdowego, jak na przykład indeks Standard & Poor 500 (S&P 500) uwzględniający ceny pięciuset akcji.

Inwestowanie indeksowe jest czymś nieco nowszym niż aktywne zarządzanie portfelem inwestycji i znacznie rzadziej się je stosuje. Od lat osiemdziesiątych, kiedy fundusze indeksowe stały się pełnoprawną strategią alternatywną, zwolennicy obu poglądów walczyli ze sobą, aby ustalić, który system w ostatecznym rachunku prowadzi do wyższej stopy zwrotu środków z inwestycji. Aktywni menedżerowie portfeli dowodzą, że dzięki swoim większym umiejętnościom wyboru akcji potrafią osiągnąć wyniki lepsze od dowolnego indeksu. Natomiast najnowsza historia przemawia raczej na rzecz strategów indeksowych. Badania wyników osiąganych w ciągu 20 lat, od 1977 do 1997 r., wykazały, że odsetek funduszy powierniczych, osiągających wyniki lepsze od S&P 500 radykalnie się zmniejszył, z 50 proc. na początku tego okresu do zaledwie 25 proc. w ostatnich czterech latach. Od 1997 r. wiadomości dla zwolenników aktywnego zarządzania portfelem są jeszcze mniej pomyślne. Według danych z listopada 1998 r. 90 proc. aktywnie zarządzanych portfeli przynosiło wyniki gorsze od średniej giełdowej (o 14 proc. poniżej S&P 500), a tylko 10 proc. dało wyniki lepsze¹.

* Menedżer portfela to osoba zarządzająca funduszami powierniczymi, inwestycyjnymi i emerytalnymi, gromadząca portfele papierów wartościowych i obracająca tymi papierami [przyp. tłum.].

Istnieje bardzo niewielka szansa, że aktywne zarządzanie portfelem w postaci powszechnie dzisiaj stosowanej przyniesie wyniki lepsze od S&P 500. Ze względu na to, że instytucjonalni menedżerowie zarządzający funduszami zapamiętali co roku kupują i sprzedają setki pakietów akcji, w pewnym sensie sami stali się rynkiem papierów wartościowych. Ich podstawowa zasada brzmi następująco: kupuj absolutnie wszystko, co według naszych prognoz da się szybko sprzedać z zyskiem. Fatalnym błędem w tej logice jest to, że wobec złożonej natury wszechświata finansowego prognozowanie jest niemożliwe. (W rozdziale 8 przedstawiam opis złożonych systemów dostosowawczych). Dodatkowym utrudnieniem tej wątpliwej podstawy teoretycznej są koszty nieuchronnie związane z dużą aktywnością, a obniżające zyski netto inwestorów. Kiedy uwzględnimy te koszty, staje się oczywiste, że aktywne zarządzanie pieniędzmi samo doprowadziło do swojego upadku.

Inwestycje indeksowe, które nie wiążą się z podobnymi kosztami, są pod wieloma względami lepsze od aktywnie zarządzanych. Jednakże nawet najlepszy fundusz indeksowy, działający na szczycie możliwości, przyniesie jedynie takie wyniki, jakie osiąga rynek jako całość. Inwestorzy indeksowi osiągają wyniki nie gorsze od całej giełdy – i nie lepsze.

Z punktu widzenia inwestora atrakcyjność obydwu strategii jest taka sama: minimalizowanie ryzyka poprzez dywersyfikację. Inwestorzy mają nadzieję, że mając wiele akcji, reprezentujących rozmaite gałęzie i sektory na rynku, stworzą warstwę ochronną, zabezpieczającą ich przed straszliwą stratą, jaką mogliby ponieść, gdyby wszystkie pieniądze ulokowali w jednej dziedzinie, w której nastąpiłaby jakaś katastrofa. W normalnym okresie (tak się rozumie) ceny niektórych akcji w zdywersyfikowanym portfelu spadną, a innych wzrosną; trzymajmy kciuki, żeby te drugie zrównoważyły te pierwsze. Aktywni menedżerowie wierzą, że szanse będą większe, jeżeli wzrośnie liczba firm, których akcje znajdują się w portfelu; dziesięć to lepiej niż jedna, a sto to lepiej niż dziesięć.

Fundusz indeksowy z definicji zapewnia tego rodzaju dywersyfikację, jeżeli indeks, którego jest odbiciem, także jest zdywersyfikowany, jak to zazwyczaj bywa. Tradycyjny fundusz powierniczy, składający się z ponad stu pakietów akcji będących w ciągłym ruchu, również zapewnia dywersyfikację.

Wszyscy od tak dawna znamy to magiczne zaklęcie *dywersyfikacji*, że intelektualnie ulegliśmy znieczuleniu na jego nieuchronny skutek: mierne wyniki finansowe. Chociaż to prawda, że zarówno fundusze aktywne, jak i indeksowe zapewniają dywersyfikację, zazwyczaj żadna z tych strategii nie prowadzi do osiągnięcia wyjątkowych korzyści. Inteligentni inwestorzy muszą sobie zatem zadać dwa pytania: Czy zadowolą mnie przeciętne zyski? Czy mógłbym uzyskać lepsze wyniki?

Nowe możliwości wyboru

Co mówi Warren Buffett na temat toczącej się dyskusji o strategii indeksowej i aktywnej? Gdyby musiał dokonać między nimi wyboru, niewątpliwie zdecydowałby się na indeksowanie, zwłaszcza gdyby myślał o inwestorach bardzo słabo tolerujących ryzyko, o ludziach mających niewielką wiedzę o ekonomice przedsiębiorstwa, a jednak chcących uczestniczyć w długofalowych korzyściach wynikających z inwestowania w akcje zwykłe. Buffett w swoim niezrównanym stylu mówi: „Inwestor, który niczego nie wie, inwestując okresowo w fundusz indeksowy, może w istocie uzyskać wyniki lepsze niż większość profesjonalnych inwestorów”².

Buffett jednakże szybko by wskazał, że istnieje jeszcze trzecia możliwość, zupełnie inny rodzaj strategii aktywnego zarządzania portfelem, która znacznie zwiększa prawdopodobieństwo osiągnięcia wyników lepszych od inwestowania indeksowego. Możliwością tą jest inwestowanie skoncentrowane.

Inwestowanie skoncentrowane: ogólny obraz

„Wyszukaj wyróżniające się firmy”

Z biegiem lat Warren Buffett opracował sposób wybierania firm, w które – jego zdaniem – warto lokować pieniądze. Jego wybór jest oparty na koncepcji wynikającej ze zdrowego rozsądku: jeżeli firma osiąga dobre wyniki, a zarządzają nią mądrzy ludzie, to z czasem jej rzeczywista wartość znajdzie odbicie w cenie akcji. Buffett poświęca zatem większość swojej uwagi nie śledzeniu cen akcji, lecz analizie ekonomiki przedsiębiorstwa i ocenie jego kierownictwa.

Nie chcę tu sugerować, że analiza przedsiębiorstwa – wyszukanie wszystkich informacji mówiących nam o jego wartości ekonomicznej – jest rzeczą szczególnie łatwą. Trzeba w to włożyć sporo pracy. Jednakże Buffett często mówił, że wykonanie takiego zadania domowego nie wymaga energii większej od tej, którą się poświęca dążeniom do uzyskania wyników lepszych od całej giełdy, jego skutki zaś są nieskończenie korzystniejsze.

Stosowany przez Buffetta proces analizy polega na sprawdzeniu każdej okazji zakupu za pomocą zbioru podstawowych zasad. Zasady te, szczegółowo omówione w książce „Na sposób Warrena Buffetta”, tu wymienione na s. 17, można potraktować jako swego rodzaju zestaw narzędzi. Każda z zasad jest jednym z narzędzi, a łącznie są metodą wyróżnienia firm dających największą szansę na uzyskanie znakomych wyników ekonomicznych.

Zasady Warrena Buffetta, ściśle przestrzegane, na pewno doprowadzą do wyszukania dobrych przedsiębiorstw, których akcje nadają się do skoncentrowanego portfela. Dzieje się tak, bo na ich podstawie wybieramy firmy o długiej historii, wysokiej efektywności i stabilnym kierownictwie, a taka stabilność

z dużym prawdopodobieństwem powodzenia zapowiada nie mniejszą niż w przeszłości efektywność na przyszłość. A to jest istotą inwestowania skoncentrowanego: skupienie się na inwestowaniu w firmy o największym prawdopodobieństwie ponadprzeciętnej efektywności.

Rachunek prawdopodobieństwa, który zawdzięczamy matematyce, jest jedną z podstawowych koncepcji uzasadniających inwestowanie skoncentrowane. Rozdział 6 bliżej zapozna Cię z rachunkiem prawdopodobieństwa i z tym, jak się z niego korzysta w inwestowaniu. Tymczasem przeprowadź w wyobraźni ćwiczenie polegające na myśleniu o „dobrych przedsiębiorstwach” jako o „bardzo prawdopodobnych zdarzeniach”. Dzięki przeprowadzonej przez Ciebie analizie już wyróżniłeś firmy o dobrych wynikach w przeszłości, a zatem mających dobre perspektywy na przyszłość; z kolei zbierz to, co już wiesz, i pomyśl o tym inaczej – w kategoriach prawdopodobieństwa.

„Mniej – to więcej”

Pamiętasz radę Buffetta dla inwestora, który „nic nie wie”, żeby się trzymał funduszy indeksowych? Dla nas obecnie ciekawsze jest to, co powiedział potem:

„Jeżeli jesteś inwestorem, który coś wie, jeżeli potrafisz zrozumieć ekonomikę przedsiębiorstwa i wyszukać pięć do dziesięciu rozsądnie wycenionych firm, dysponujących znaczną przewagą konkurencyjną w długim okresie, to konwencjonalna dywersyfikacja (aktywne portfele obejmujące akcje wielu rozmaitych firm) nie ma dla Ciebie sensu”³.

Jakie są wady konwencjonalnej dywersyfikacji? Przede wszystkim znacznie częściej zdarza się kupić coś, o czym się nie wie dostatecznie dużo. Lepiej by było, gdyby inwestorzy, którzy „coś wiedzą”, skupili uwagę, stosując zasady Buffetta, na kilku tylko firmach – „pięciu do dziesięciu”. Inni, wyznający filozofię koncentracji, proponowali mniejszą ich liczbę, nawet tylko trzy. Jeśli chodzi o przeciętnego inwestora uzasadniona jest liczba od dziesięciu do piętnastu. Tak więc na pytanie, ile to jest „niewiele”, odpowiedź brzmi: nie więcej niż piętnaście. Większe znaczenie od ustalenia dokładnej liczby ma zrozumienie ogólnej koncepcji, na której to oparto. Inwestowanie skoncentrowane załamuje się, jeżeli się je stosuje do dużego portfela z akcjami dziesiątek firm.

Warren Buffett często wskazuje na Johna Maynarda Keynesa jako na źródło swoich koncepcji. W 1934 r. Keynes pisał do jednego ze swoich współpracowników: „Błędny jest sąd, że zmniejsza się ryzyko, rozpraszając się na zbyt wiele przedsiębiorstw, o których wie się niewiele i w odniesieniu do których nie ma się szczególnego powodu do zaufania... Ma się zdecydowanie ograniczoną wiedzę i doświadczenie; w dowolnej chwili rzadko kiedy jest tych przedsiębiorstw, do których osobiście mógłbym mieć pełne zaufanie, więcej niż dwa lub trzy”⁴. List Keynesa jest, być może, pierwszym tekstem dotyczącym inwestowania skoncentrowanego.

Zasady Buffetta

Zasady dotyczące przedsiębiorstwa

Czy przedsiębiorstwo prowadzi prostą i zrozumiałą działalność?

Czy przedsiębiorstwo prowadziło taki sam rodzaj działalności w przeszłości?

Czy przedsiębiorstwo ma pomyślne perspektywy na przyszłość?

Zasady dotyczące kierownictwa przedsiębiorstwa

Czy kierownictwo działa racjonalnie?

Czy kierownictwo jest otwarte wobec akcjonariuszy?

Czy kierownictwo przeciwstawia się imperatywowi instytucjonalnemu?

Zasady dotyczące finansów przedsiębiorstwa

Skupiać uwagę na stopie zysku z kapitału własnego, a nie na dochodach na jedną akcję.

Obliczać dochody dla właścicieli.

Szukać przedsiębiorstw o wysokich marżach zysku.

Upewnić się, czy na każdego dolara zysku niepodzielonego przedsiębiorstwo stworzyło wartość rynkową w wysokości co najmniej jednego dolara.

Zasady dotyczące rynku

Jaka jest wartość przedsiębiorstwa?

Czy można kupić przedsiębiorstwo za cenę znacznie niższą od jego wartości?

Jeszcze większy wpływ miał Philip Fisher, którego oddziaływanie na sposób myślenia Buffetta jest znane. Fisher, wybitny doradca inwestycyjny działający przez niemal pół wieku, napisał dwie ważne książki: „Common Stocks and Uncommon Profits” (Akcje zwykłe i niezwykłe zyski) oraz „Paths to Wealth Through Common Stocks” (Ścieżki do bogactwa dzięki akcjom zwykłym). Buffett wielce podziwiał obydwie.

Philip Fisher był znany ze swoich skoncentrowanych portfeli. Zawsze mówił, że woli być właścicielem małej liczby wyróżniających się firm, które dobrze rozumie, niż dużej liczby przeciętnych, spośród których wiele zna jedynie słabo. Fisher podjął działalność doradcy inwestycyjnego wkrótce po krachu

giełdy papierów wartościowych w 1929 r. i pamięta, jak ważne było uzyskanie dobrych wyników. Wspomina: „Nie było wówczas miejsca na jakiegokolwiek pomyłki. Wiedziałem, że im lepiej będę rozumiał firmę, tym lepiej na tym wyjdę”⁵. Fisher z reguły ograniczał swój portfel akcji do mniej niż dziesięciu firm, z których trzy lub cztery często stanowiły 75 proc. całości inwestycji.

Autor ten napisał w 1958 r. w „Common Stocks and Uncommon Profits”: „Zapewne [inwestorom], a tym bardziej ich doradcom nigdy nie przychodzi na myśl, że kupowanie firmy bez dostatecznej jej znajomości może być nawet bardziej niebezpieczne niż niedostateczna dywersyfikacja”⁶. W ciągu następnych ponad czterdziestu lat Fisher nie zmienił zdania. Powiedział mi: „Jest ogromnie trudno znaleźć doskonale akcje. Gdyby było inaczej, wszyscy by je mieli. Jeżeli o mnie chodzi, chciałem być właścicielem najlepszych albo żadnych”⁷.

Ken Fisher, syn Philipa Fishera, jest też skutecznym menedżerem finansowym. W następujący sposób streścił filozofię ojca: „Inwestycyjne podejście mojego taty opiera się na niezwyklej, ale wnikliwej koncepcji, że mniej – to więcej”⁸.

„Dużo stawiaj na zdarzenia o dużym prawdopodobieństwie wystąpienia”

Można też dostrzec wpływ Fishera na Buffetta w przekonaniu tego ostatniego, że jeżeli natrafia się na znakomitą okazję, to jedynym rozsądnym sposobem działania jest zainwestowanie dużej kwoty. Jak wszyscy wielcy inwestorzy, Fisher postępował w sposób bardzo zdyscyplinowany. W dążeniu do możliwie najlepszego poznania przedsiębiorstwa wielokrotnie odwiedzał interesującą go firmę. Jeżeli podobało mu się to, co zobaczył, nie wahał się przed zainwestowaniem w nią znacznej kwoty. Ken Fisher mówił: „Tata wiedział, co to znaczy mieć duży udział w czymś oplacalnym”⁹.

Dziś Warren Buffett myśli podobnie: „Podejmując jakąś inwestycję, powinno się mieć każdorazowo odwagę i być przekonanym o zakupie tych akcji za co najmniej 10 proc. wartości netto swojego majątku”¹⁰.

Widzimy, dlaczego Buffett twierdzi, że idealny portfel powinien zawierać akcje nie więcej niż dziesięciu firm, skoro na każdą przeznaczyć należy 10 proc. posiadanych środków inwestycyjnych. Jednakże inwestowanie skoncentrowane nie ogranicza się do prostej sprawy wyszukania dziesięciu dobrych firm, a następnie równego podzielenia między nie puli pieniędzy przeznaczonych na inwestycje. Nawet jeżeli wszystkie akcje w portfelu skoncentrowanym rokują duże prawdopodobieństwo powodzenia, nieuchronnie niektóre z nich cechować się będą większym prawdopodobieństwem niż inne, a zatem powinno się na nie przeznaczyć większą część inwestycji.

Gracze w oczko instynktownie rozumieją tę taktykę: kiedy mają dużą szansę wygranej, zwiększają stawkę. W oczach wielu mędrców inwestorzy

i szulerzy mają wiele wspólnego, być może ze względu na to, że opierają się na tej samej nauce: na matematyce. Wraz z rachunkiem prawdopodobieństwa matematyka dostarcza też innego uzasadnienia do inwestowania skoncentrowanego: modelu optymalizacji Kelly'ego. Model Kelly'ego ma postać wzoru, w którym stosuje się rachunek prawdopodobieństwa do optymalizacji – w tym wypadku do optymalnego podziału inwestycji. (W rozdziale 6 przedstawiamy ten model wraz z fascynującą historią jego opracowania).

Nie potrafię powiedzieć z całkowitą pewnością, czy Warren Buffett myślał o optymalizacji, kiedy pod koniec 1963 r. kupował akcje American Express, ale zakup ten był wyraźnym przykładem tej koncepcji – i śmiałości Buffetta. W latach pięćdziesiątych i sześćdziesiątych Buffett był współnikiem zarządzającym w komandytowej spółce inwestycyjnej w Omaha w Nebrasce, gdzie nadal mieszka. Spółka miała prawo inwestować duże kwoty w poszczególne akcje przy odpowiednich okazjach, a jedna z nich pojawiła się w 1963 r. W czasie wywołanego przez Tino de Angelisa skandalu z olejem sałatkowym, ceny akcji American Express spadły z 95 do 35 USD, gdyż sądzono, że firma będzie musiała zapłacić wielomilionowe odszkodowania za oszukańcze pokwitowania magazynowe. Warren zainwestował 13 mln USD – co stanowiło aż 40 proc. aktywów jego spółki – w niemal 5 proc. wyemitowanych akcji American Express. W ciągu następnych dwóch lat cena tych akcji wzrosła trzykrotnie, a spółka Buffetta zarobiła na tym 20 mln USD.

„Bądź cierpliwy”

Inwestowanie skoncentrowane jest przeciwieństwem inwestowania zdwersyfikowanego o dużej rotacji. Spośród wszystkich aktywnych strategii inwestowanie skoncentrowane daje największe szanse na uzyskanie z biegiem lat wyników lepszych od zysku indeksowego, ale wymaga od inwestorów cierpliwego utrzymywania portfela nawet wtedy, kiedy się wydaje, że inne strategie przynoszą większe korzyści. Zdajemy sobie sprawę, że w krótszych okresach zmiany stóp procentowych inflacja albo oczekiwane zyski krótkoterminowe firmy mogą wpływać na ceny akcji. Jednakże w miarę wydłużania się horyzontu czasowego wyniki ekonomiczne przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu zdominują ceny akcji.

Jaki jest idealny okres? Jak łatwo można sobie wyobrazić, nie ma co do tego żadnej żelaznej reguły (choć Buffett zapewne powiedziałby, że każdy okres krótszy niż pięcioletni byłby głupotą). Celem nie jest zerowa rotacja; to byłoby również głupotą, bo uniemożliwiłoby ewentualne skorzystanie z pojawienia się czegoś lepszego. Sądzę, że jako regułę roboczą moglibyśmy przyjąć wskaźnik rotacji rzędu 10 do 20 proc. Wskaźnik wynoszący 10 proc. oznaczałby, że przechowuje się akcje przez 10 lat, dwudziestoprocentowy natomiast oznaczałby pięcioletni okres przechowywania.

„Nie wpadaj w panikę z powodu zmian cen”

Zmienność cen jest nieuchronnym produktem ubocznym inwestowania skoncentrowanego. W tradycyjnym portfelu aktywnym szeroka dywersyfikacja powoduje wyrównywanie nieuchronnych ruchów cen poszczególnych akcji. Zarządzający aktywnymi portfelami aż za dobrze wiedzą, co się dzieje, kiedy inwestorzy biorą do ręki swoje miesięczne wyciągi i widzą czarno na białym, że pieniężna wartość ich inwestycji spadła. Nawet ci, którzy rozumieją, że takie spadki są częścią normalnego toku spraw, mogą zareagować emocjonalnie i wpaść w panikę.

Im portfel akcji jest bardziej zdywersyfikowany, tym mniejsza szansa, że zmiana ceny jednej z nich spowoduje zniekształcenie obrazu miesięcznego wyciągu. Jest rzeczywiście prawdą, że szeroka dywersyfikacja zapewnia wielu inwestorom duży komfort, bo wyrównuje wyboje na drodze. Jest też prawdą, że wygodna jazda odbywa się po równej drodze. Jeżeli w celu uniknięcia wszelkich nieprzyjemności zrównuje się wszystkie wzloty i upadki, uzyskuje się jedynie przeciętne wyniki.

W inwestowaniu skoncentrowanym dąży się do *ponadprzeciętnych* wyników. Jak zobaczymy w rozdziale 3, zarówno badania, jak i konkretne przykłady dowodzą, że wiele świadczy o tym, iż dążenie to jest skuteczne. Nie ma jednak też wątpliwości, że droga jest wyboista. Inwestorzy skoncentrowani tolerują wyboje, bo wiedzą, że w długim okresie wyniki ekonomiczne firm z nadwyżką pokryją wszelkie krótkookresowe wahania cen.

Buffett jest mistrzem w lekceważeniu wybojów. Podobnie jego wieloletni przyjaciel i kolega, Charlie Munger, wiceprzewodniczący Berkshire Hathaway. Wielu ich zwolenników, zagłębiających się w niezwykle roczne sprawozdania Berkshire, wie, że ci dwaj ludzie wzajemnie się wspierają i wzmacniają uzupełniającymi się koncepcjami, których autorstwa nie sposób rozróżnić. Postawy i filozofia Mungera wywierały w takim samym stopniu wpływ na Buffetta, jak postawy i filozofia Buffetta na Mungera.

W latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych Munger, podobnie jak Buffett w mniej więcej tym samym czasie, kierował spółką inwestycyjną, w której miał prawo decydować o wydawaniu dużych sum na zakupy akcji do portfela. Intelktualne podstawy jego decyzji w tych latach były odzwierciedleniem zasad inwestowania skoncentrowanego.

Charlie wyjaśniał: „W latach sześćdziesiątych wziąłem do ręki tablicę procentów składanych i przyjmowałem rozmaite założenia dotyczące przewagi, którą można by uzyskać w stosunku do całości akcji zwykłych”¹¹. Charlie przebadał kilka scenariuszy, uwzględniając w nich potrzebną mu liczbę pakietów akcji w portfelu oraz możliwą zmienność cen. Wyniki obliczeń były jednoznaczne.

Charlie powiedział: „Wiedziałem od pewnego pokerzysty, że powinno się dużo stawiać wtedy, kiedy się ma ogromną szansę wygranej”. Doszedł do wniosku, że jak długo zdoła sobie radzić ze zmiennością cen, w pełni wystarczą mu akcje trzech firm. „Wiedziałem, że psychologicznie mogę sobie poradzić z wybojami, bo zosta-

łem wychowany przez ludzi, którzy wierzyli w niezwracanie uwagi na nie. Idealnie zatem nadawałem się do tego, żeby stosować moją własną metodologię¹².

Być może, należysz też do ludzi, którzy od wielu pokoleń potrafią sobie radzić z wybojami. Jeżeli jednak nawet nie urodziłeś się z takimi cechami, możesz nabyć niektóre z nich. Pierwszym krokiem jest świadoma decyzja o zmianie sposobu myślenia i zachowań. Nabycie nowych przyzwyczajzeń i wzorów myślenia nie następuje z dnia na dzień, ale z pewnością można się stopniowo nauczyć niepopadania w panikę i unikania pochopnego działania w reakcji na wahania rynku.

Możesz znaleźć pewną pociechę w lepszej znajomości psychologii inwestowania (zob. rozdział 7). Teoretycy nauk społecznych, zajmujący się dziedziną nazywaną finansami behawioralnymi, zaczęli poważnie interesować się psychologicznymi aspektami zjawiska inwestowania. Możesz też uznać za przydatne stosowanie innej miary do oceny powodzenia. Jeżeli spadek cen akcji naraża Cię na atak serca, może już czas, żebyś zastosował inny sposób pomiaru efektywności, mniej bolesny, ale równie uzasadniony (Buffett powiedziałby, że nawet bardziej uzasadniony). Nowy sposób pomiaru uwzględnia koncepcję ekonomicznej analizy porównawczej, przedstawioną w rozdziale 4.

Jak wspomniano wcześniej, inwestowanie skoncentrowane jest prostym pomysłem, czerpiącym siłę z kilku powiązanych ze sobą zasad logiki, matematyki i psychologii. Dzięki przedstawionemu w tym rozdziale ogólnemu pogładowi możemy obecnie przeformułować podstawową koncepcję, posługując się słownictwem zawierającym konkretne wskazówki.

Powiemy więc w podsumowaniu, że proces inwestowania skoncentrowanego wymaga następujących działań:

- Posługując się zasadami Warrena Buffetta, wybierz niewielką liczbę (od dziesięciu do piętnastu) wyróżniających się firm, które osiągnęły ponadprzeciętne zyski w przeszłości i mają, Twoim zdaniem, dużą szansę na kontynuowanie takiej skutecznej działalności w przyszłości.
- Proporcjonalnie podziel między nie pieniądze, które chcesz wydać na inwestycje, przeznaczając największe stawki na zdarzenia o największym prawdopodobieństwie powodzenia.
- Jeżeli sytuacja nie ulegnie pogorszeniu, pozostaw swój portfel prawie bez zmian na co najmniej pięć lat (im dłużej, tym lepiej) i naucz się ze spokojem ducha poruszać się po wybojach zmiennych cen.

Siatka modeli

Warren Buffett nie wynalazł inwestowania skoncentrowanego. Jego racjonalne podstawy zostały po raz pierwszy sformułowane ponad pięćdziesiąt lat temu przez Johna Maynarda Keynesa. Buffett zastosował je z oszałamiającym

powodzeniem, zanim jeszcze nadał im nazwę. Fascynuje mnie pytanie, dlaczego Wall Street, znana ze swojej skłonności do naśladowania bez wahań każdej skutecznej działalności, dotychczas nie uznała inwestowania skoncentrowanego za poprawny sposób postępowania.

W 1995 r. założyliśmy Legg Mason Focus Trust, drugi dopiero fundusz powierniczy celowo ograniczający się do akcji piętnastu (lub mniej) firm. (Pierwszym był Sequoia Fund; jego historię przedstawiam w rozdziale 3). W Focus Trust uzyskałem bezcenne doświadczenia w zarządzaniu portfelem skoncentrowanym. W ciągu ostatnich czterech lat miałem do czynienia z akcjonariuszami, doradcami, analitykami, menedżerami zarządzającymi innymi portfelami i z mediami finansowymi. To, czego się dowiedziałem, doprowadziło mnie do przekonania, że inwestorzy skoncentrowani działają w świecie zupełnie innym niż dominujący w sektorze inwestycji. Prawdę mówiąc, po prostu inaczej *myślą*.

Charlie Munger pomógł mi zrozumieć ten sposób myślenia dzięki metaforze siatki modeli. W 1995 r. Munger wygłosił do studentów prof. Guilforda Babcocka w Szkole Zarządzania University of Southern California wykład zatytułowany „Investment Expertise as a Subdivision of Elementary, Wordly Wisdom” (Wiedza ekspercka o inwestowaniu jako część podstawowej wiedzy światowej). Wykład ten, zamieszczony w „Outstanding Investor Digest”, sprawił Charliemu szczególną radość, bo dotyczył przedmiotu, który uważa za niezwykle ważny: w jaki sposób ludzie dochodzą do zrozumienia rzeczywistości, czyli do tego, co nazywa „wiedzą światową”.

Nie wystarcza proste ćwiczenie polegające na przytaczaniu faktów i liczb. Munger wyjaśnia, że wiedza w znacznym stopniu dotyczy tego, w jaki sposób fakty łączą się i wiążą ze sobą. Uważa, że jedynym sposobem na zdobycie wiedzy jest odniesienie życiowego doświadczenia do odpowiednich modeli myślowych, których jest wiele. Wyjaśnił: „Trzeba mieć w głowie modele i trzeba uporządkować doświadczenia – zarówno cudze, jak i własne – korzystając z takiej siatki modeli”¹³.

Charlie twierdzi, że pierwszą regułą, której się trzeba nauczyć, jest konieczność przechowywania w myśli wielu modeli. Nie tylko potrzeba ich wiele, ale powinno się czerpać modele z kilku różnych dyscyplin. Wyjaśnia, że aby być skutecznym inwestorem, trzeba stosować myślenie interdyscyplinarne.

Takie podejście, według Charliego, stawia nas w innej sytuacji niż sytuacja niemal wszystkich innych ludzi, bo ich świat nie jest interdyscyplinarny. Z reguły profesorowie zarządzania w swoich wykładach nie uwzględniają fizyki, nauczyciele fizyki nie mówią o biologii, nauczyciele biologii nie uczą matematyki, a matematycy w swoich programach nauczania rzadko kiedy uwzględniają psychologię. Według Charliego, nie powinniśmy zwracać uwagi na te „intelektualne granice kompetencji” i uwzględniać w naszej siatce wszystkie modele.

Charlie mówi: „Myślę, że jest niezaprzeczalną prawdą, iż umysł ludzki musi korzystać z modeli. Sztuka polega na tym, żeby zmusić swój mózg do lepszej pracy niż wykonywana przez mózg innej osoby. Można tego dokonać dzięki znajomości podstawowych modeli – tych, które wykonują najwięcej pracy na jednostkę”.

Jest dla mnie oczywiste, że inwestowanie skoncentrowane nie mieści się w ramach wąsko skonstruowanych modeli, rozpowszechnionych i stosowanych w naszych obyczajach inwestycyjnych. Aby w pełni wykorzystać skoncentrowane podejście, musimy do naszego myślenia wprowadzić kilka dalszych koncepcji, kilka dalszych modeli. Nigdy nie będziemy zadowoleni z inwestowania, jeżeli nie zrozumiemy modeli zachowań wywodzących się z psychologii. Z kolei bez znajomości modelu prawdopodobieństwa statystycznego nie będziemy wiedzieć, jak optymalizować portfel. Zapewne też nigdy nie zdamy sobie sprawy z głupoty prognozowania sytuacji na rynku bez zrozumienia modelu złożonych systemów dostosowawczych.

Nie ma potrzeby zbyt dogłębnego ich poznawania. Charlie wyjaśnia: „Nie musi się być ekspertem w żadnej z tych dziedzin. Trzeba tylko zapoznać się z głównymi koncepcjami, nauczyć się ich szybko i nauczyć się ich dobrze”¹⁴. Wskazuje dalej, że najciekawszą częścią tego ćwiczenia jest wiedza, jaką się zdobywa, kiedy kilka modeli łączy się i zaczyna działać w tym samym kierunku.

Najbardziej szczegółowym modelem, którego muszą się nauczyć inwestorzy skoncentrowani, jest model wyboru akcji, a wielu Czytelników już się z nim zapoznało w trakcie lektury książki „Na sposób Warrena Buffetta”¹⁵. Do tego musimy dodać zaledwie kilka prostych modeli, żeby uzupełnić naszą edukację: zrozumieć, jak zebrać te akcje w portfel oraz jak zarządzać tym portfelem, żeby uzyskiwać maksymalne wyniki przez wiele lat. Nie jesteśmy osamotnieni. Możemy kierować się mądrością Warrena i Charliego, a mamy do dyspozycji ich doświadczenie nagromadzone w Berkshire Hathaway. Charakterystyczne, że ci dwaj wizjonerzy przypisują zasługę nie sobie, lecz swojej organizacji, którą opisują jako „przedsięwzięcie dydaktyczne, nauczające poprawnych systemów myślenia, których głównym wskazaniem jest kilka naprawdę skutecznych wielkich myśli”¹⁶.

Charlie Munger powiedział: „Berkshire jest w istocie bardzo staromodną firmą, a my w zdyscyplinowany sposób staramy się, żeby taką pozostała. Nie głupio staromodną, lecz uznającą prawdy odwieczne: podstawową matematykę, podstawowy zdrowy rozsądek, podstawowe lęki, podstawową diagnozę natury ludzkiej, umożliwiającą prognozowanie ludzkich zachowań. Jeżeli tylko robi się to w sposób dość zdyscyplinowany, sądzę, że wyniki będą całkiem dobre”¹⁷.

¹ Andrew Barry, „With Little Cheery News in Sight, Stocks Take a Break”. *Barron's*, 16 listopada 1998, MW1.

² Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1993 r., s. 15.

³ Ibid.

⁴ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1991 r., s. 15.

⁵ Z wywiadu udzielonego przez Philipa Fishera 15 września 1998 r.

⁶ Philip Fisher: *Common Stocks and Uncommon Profits*. Nowy Jork, John Wiley & Sons, Inc. 1996, s. 108.

⁷ Z wywiadu udzielonego przez Philipa Fishera 15 września 1998 r.

⁸ Z wywiadu udzielonego przez Kena Fishera 15 września 1998 r.

⁹ Ibid.

¹⁰ Z wywiadu udzielonego przez Warrena Buffetta w sierpniu 1994 r.

¹¹ *Outstanding Investor Digest*, 10 sierpnia 1995, s. 63.

¹² Ibid.

¹³ *Outstanding Investor Digest*, 5 maja 1995, s. 49.

¹⁴ *Outstanding Investor Digest*, 8 sierpnia 1997, s. 61.

¹⁵ R.G. Hagstrom: *Na sposób Warrena Buffetta*. WNT Warszawa 1996.

¹⁶ *Outstanding Investor Digest*, 8 sierpnia 1997, s. 13.

¹⁷ *Outstanding Investor Digest*, 23 czerwca 1994, s. 31.

Arcykapłani nowoczesnych finansów

Tradycyjne mądrości mogą zawierać dużo tradycji i mało mądrości.

— WARREN BUFFETT
(często cytowane powiedzenie)

Największą katastrofą finansową XX w. był krach na giełdzie papierów wartościowych w 1929 r. i wielki kryzys, który nastąpił po nim. Drugą z kolei była bessa na giełdzie i recesja z lat 1973–1974. Bessa ta nie zaczęła się jednego straszliwego dnia, jak to było z krachem w 1929 r., i nie wywarła ani tak szerokiego, ani tak niszczącego wpływu na amerykańskie rodziny. W naszej zbiorowej pamięci nie zajmuje więc równie ważnego miejsca. Jednakże w oczach profesjonalistów ze sfery finansów ten drugi okres był niemal równie znaczący jak pierwszy jako bardzo ważny punkt zwrotny w historii współczesnych finansów, a zwłaszcza w opracowaniu nowoczesnej teorii portfela inwestycji.

Patrząc wstecz, wyraźnie dostrzegamy, że w tym katastrofalnym dwuletnim okresie pojawiły się dwie bardzo różne szkoły, toczące do dzisiaj spór o filozofię inwestowania. Dwie odrębne grupy ludzi w świecie inwestycji poszukiwały najlepszego sposobu reagowania na ruchy cen na giełdzie i doszły do odmiennych wniosków. Właściwie zamiast opisywać je jako dwie grupy, zapewne trafniejsze byłoby stwierdzenie, że tymi poszukiwaczami byli: jeden człowiek – Warren Buffett – i jedna grupa – wszyscy pozostali.

Bessa na rynku z lat 1973–1974 była powolnym, zawitym procesem ponoszenia nieustannych strat, trwającym bez przerwy przez dwa lata. Wartość akcji na rynkach zmalała o ponad 60 proc. Właściciele obligacji o niższym oprocentowaniu, przynoszących stałe dochody, widzieli, jak spada wartość ich inwestycji. Stopy oprocentowania i inflacja osiągnęły poziom dwucyfrowy. Niebotycznie wzrosły ceny ropy naftowej. Koszty kredytu hipotecznego stały się tak

wysokie, że bardzo niewiele rodzin o średnich dochodach mogło sobie pozwolić na zakup nowego domu. Był to czarny, brutalny okres. Szkody finansowe były tak poważne, że zarządzający inwestycjami zaczęli stawiać pod znakiem zapytania zasadność własnego postępowania.

W poszukiwaniu rozwiązań większość profesjonalistów z branży inwestycyjnej stopniowo zwróciła się – niektórzy z dużymi oporami – ku naukowcom, których wyniki badań w znacznym stopniu pomijano przez poprzednie dwa dziesięciolecia. Te badania łącznie zaczęto określać jako nowoczesną teorię portfela. Buffett zwrócił się w innym kierunku.

Warren Buffett, syn maklera giełdowego, w wieku jedenastu lat zaczął w firmie swojego ojca nanosić na tablicę ceny papierów wartościowych. W tym samym roku kupił swoje pierwsze akcje. Jako student University of Nebraska, młody człowiek uzdolniony matematycznie, natrafił na książkę pod tytułem „The Intelligent Investor” (Inteligentny inwestor) autorstwa Benjamina Grahama, profesora Columbia University. Graham uważał, że kluczową informacją w inwestowaniu jest rzeczywista wartość danego przedsiębiorstwa. Podstawowym zadaniem inwestorów jest poprawne obliczenie tej wartości, a następnie przestrzeganie dyscypliny kupowania akcji tylko wtedy, kiedy ich cena jest niższa od obliczonej wielkości. Ten matematyczny sposób tak odpowiadał Buffettowi, że na kurs magisterski zapisał się na Columbia University, żeby móc studiować pod kierunkiem Grahama.

Po uzyskaniu dyplomu magistra ekonomii Buffett wrócił do Omaha, gdzie zaczął pracować u ojca, który był wówczas właścicielem firmy maklerskiej Buffett Falk & Company. Było to w 1952 r. Młody Buffett zaczął stosować w praktyce techniki inwestycyjne Bena Grahama. Zgodnie z jego naukami, brał pod uwagę zakup akcji dopiero wtedy, kiedy je sprzedawano po cenie znacznie niższej od wyliczonej wartości. Podobnie jak u Grahama, zainteresowanie Buffetta jakąś firmą wzrastało wtedy, kiedy ceny jej akcji spadały.

Podczas pracy u ojca Warren Buffett pozostawał w bliskim kontakcie ze swoim mentorem. W 1954 r. Graham zaproponował swojemu dawnemu uczniowi przyłączenie się do niego w Nowym Jorku i podjęcie pracy w Graham-Newman Corporation. Po dwóch latach Graham przeszedł na emeryturę, a Buffett powrócił do Nebraski. Z siedmioma współnikami, mając 100 dolarów własnych pieniędzy, Graham założył spółkę inwestycyjną, która kilka lat później miała przeprowadzić oszałamiającą transakcję akcjami American Express, opisaną w rozdziale 1. Miał wtedy 25 lat.

Jako współnik zarządzający Buffett miał w zasadzie pełną swobodę w inwestowaniu funduszy spółki. Oprócz mniejszościowych udziałów, jak w wypadku American Express, niekiedy kupował kontrolne pakiety akcji przedsiębiorstw, a w 1962 r. zaczął skupować akcje przeżywającej trudności firmy tekstylnej Berkshire Hathaway.

W 1962 r., w dwanaście lat po jej założeniu, Buffett zakończył działalność spółki inwestycyjnej. Przyjął na początku ambitny cel – uzyskiwania co roku wyników lepszych o 10 punktów procentowych od indeksu Dow-Jones. Osiągnął znacznie więcej: jego średnie roczne wyniki były lepsze nie o dziesięć, lecz o dwadzieścia dwa punkty. Niektórzy z jego wspólników chcieli nadal powierzać swoje pieniądze jakiemuś menedżerowi zarządzającemu funduszami. Buffett poprosił zatem swojego przyjaciela i kolegę z Columbia University, Billa Ruane, żeby zajął się ich inwestycjami. Ruane wyraził zgodę i tak powstał Sequoia Fund (Więcej na temat Ruane w rozdziale 3).

Buffett zabrał przypadającą na niego część zysków spółki, kupił więcej akcji Berkshire Hathaway i z czasem przejął nad nią kontrolę. Przez następnych kilka lat zajmował się zarządzaniem tą tekstylną firmą.

Zarządzanie portfelem przez dywersyfikację

W marcu 1952 r., mniej więcej w czasie, kiedy nowo upieczony magister Warren Buffett zaczął pracować u ojca, w *Journal of Finance* ukazał się artykuł pod tytułem „Portfolio Selection” (Dobór portfela) autorstwa Harry’ego Markowitza, studenta kursu magisterskiego University of Chicago. Artykuł nie był długi – liczył zaledwie czternaście stron – a według standardów czasopism naukowych nie zasługiwał na szczególną uwagę; zawierał jedynie cztery strony tekstu (reszta – to były wykresy i równania matematyczne) i tylko trzy odnośniki bibliograficzne. Jednakże dziś ten właśnie artykuł uważa się za początek nowoczesnej teorii finansów¹.

Z punktu widzenia Markowitza nie trzeba było pisać całych tomów, żeby wyjaśnić to, co uważał za dość prostą koncepcję: zyski i ryzyko są nieodłączne. Jako ekonomista sądził, że można w statystycznie znaczącym stopniu kwantyfikować zależność między nimi, a w ten sposób określać stopień ryzyka niezbędnego przy różnych poziomach zysków. W swoim artykule przedstawił obliczenia uzasadniające jego wniosek: żaden inwestor nie zdoła osiągnąć ponadprzeciętnych zysków bez podjęcia ponadprzeciętnego ryzyka.

Markowitz zauważył później: „Uderzyła mnie myśl, że powinno się interesować ryzykiem w takim samym stopniu, jak zyskiem”². Chociaż dzisiaj to stwierdzenie wydaje się oczywiste w świetle tego, czego nauczyliśmy się o inwestowaniu, w latach pięćdziesiątych było rewolucyjne. Do tamtego czasu inwestorzy poświęcali bardzo niewiele uwagi zarządzaniu portfelem akcji albo koncepcji ryzyka. Portfele budowano w sposób przypadkowy. Jeżeli menedżer myślał, że cena jakiejś akcji wzrośnie, po prostu włączał ją do portfela. Nie był potrzebny żaden inny sposób myślenia.

Zastanowiło to Markowitza. Uznał za całkowicie nierozsądne przekonanie, że można osiągać duże zyski bez narażania się na jakieś ryzyko. Aby upo-

rządkować swoje myśli, Markowitz opracował coś, co nazwał „granica sprawności”.

Wyjaśnił: „Jako ekonomista, narysowałem wykres uzyskiwania czegoś za coś, przy czym na jednej osi wykreśliłem oczekiwane zyski, a na drugiej ryzyko”³. Granica sprawności jest po prostu linią przebiegającą od dołu po lewej stronie ku górze po prawej. Każdy punkt tej linii znajduje się na przecięciu potencjalnego zysku i odpowiadającego mu poziomemu ryzyku. Portfel najsprawniejszy to taki, który przynosi największy zysk przy danym poziomie ryzyka. Portfel niesprawny z kolei to ten, który naraża inwestora na określony poziom ryzyka bez odpowiedniego poziomu zysku. Według Markowitza zadaniem menedżerów zarządzających inwestycjami jest dostosowanie portfeli do poziomu ryzyka tolerowanego przez danego inwestora, z ograniczaniem lub eliminowaniem portfeli niesprawnych.

W 1959 r. Markowitz wydał swoją pierwszą książkę pod tytułem „Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment” (Dobór portfela: sprawna dywersyfikacja inwestycji), opartą na jego pracy doktorskiej. Opisał w niej dokładnie swoje koncepcje dotyczące ryzyka, wyjaśniając: „Posłużyłem się odchyleniem standardowym jako miarą ryzyka”. Wariancję można potraktować jako odległość od wartości średniej. Według Markowitza, im większa jest odległość od tej wartości, tym większe ryzyko.

Moglibyśmy sądzić, że ryzyko związane z danym portfelem, według definicji Markowitza, jest po prostu średnią ważoną wariancji poszczególnych akcji w portfelu. Jednakże pominęłoby się przy tym kluczowe zagadnienie. Chociaż wariancja może być miarą ryzyka związanego z określoną akcją, średnia dwóch wariancji (albo stu wariancji) mówi nam bardzo mało o stopniu ryzyka związanego z portfelem składającym się z akcji dwóch firm (albo stu firm). Markowitz wymyślił sposób na określenie ryzyka związanego z całym portfelem. Wielu ludzi uważa to za jego największy wkład do teorii inwestowania.

Nazwał to kowariancją, na podstawie znanego wzoru na korelację zmiennych. Kowariancja jest miarą kierunku, w jakim zmierzają ceny grupy akcji. Mówimy, że występuje wysoka kowariancja między dwiema akcjami, jeżeli ich ceny z jakiegokolwiek powodu zmieniają się w podobny sposób. Natomiast niska kowariancja występuje wtedy, gdy ceny tych akcji zmierzają w przeciwnych kierunkach. Według Markowitza stopień ryzyka portfela odpowiada nie wariancji poszczególnych akcji, lecz kowariancji wszystkich. W im większym stopniu ceny akcji zmieniają się w jednym kierunku, tym większe jest prawdopodobieństwo, że zmiany ekonomiczne spowodują jednocześnie spadek cen ich wszystkich. Według tego samego rozumowania, portfel składający się z akcji obarczonych dużym ryzykiem może w istocie być wyborem ostrożnym, jeżeli ceny poszczególnych akcji zmieniają się w różnych kierunkach. Tak czy tak, według Markowitza właściwym rozwiązaniem jest dywersyfikacja.

Markowitz uważa, że odpowiednia kolejność działań inwestora to przede wszystkim ustalenie, jaki poziom ryzyka jest dla niego do przyjęcia, a następnie zbudowanie portfela akcji o niskiej kowariancji.

Profesjonalni inwestorzy całkowicie w zasadzie zlekceważyli książkę Markowitza, podobnie jak jego pierwszy artykuł napisany siedem lat wcześniej.

Matematyczna definicja ryzyka

Do Markowitza, który wówczas, mniej więcej w dziesięć lat po ukazaniu się jego pionierskiego artykułu, pracował nad programowaniem liniowym w Instytucie RAND, zwrócił się młody doktorant UCLA (University of California w Los Angeles), Bill Sharpe. Poszukiwał on tematu rozprawy doktorskiej, a jeden z jego profesorów poradził mu, żeby się zwrócił właśnie do Markowitza. Ten powiedział Sharpe'owi o swoich pracach nad teorią portfela akcji i nad potrzebą oszacowania niezliczonych kowariancji. Sharpe wysłuchał go uważnie, po czym powrócił do UCLA.

Następnego roku, 1963, opublikowano rozprawę Sharpe'a „A Simplified Model of Portfolio Analysis” (Uproszczony model analizy portfela). Sharpe, przyznając, że skorzystał z koncepcji Markowitza, zaproponował prostszą metodę, pozwalającą na uniknięcie niezliczonych obliczeń kowariancji, potrzebnych według propozycji Markowitza.

Sharpe zakładał, że wszystkie papiery wartościowe mają odniesienie do jakiegoś podstawowego czynnika bazowego. Może nim być indeks giełdowy, produkt narodowy brutto (PNB) albo jakiś inny indeks cenowy, pod warunkiem, że jest to czynnik, wywierający największy wpływ na zachowanie się tych papierów. Według teorii Sharpe'a, analityk musiałby jedynie mierzyć zależność danego papieru od dominującego czynnika bazowego. Było to znacznym uproszczeniem podejścia Markowitza.

Spójrzmy na akcje zwykłe. Według Sharpe'a bazowym czynnikiem zmian cen akcji – wywierającym największy wpływ na ich zachowanie – jest sama giełda. (Także ważny, ale mniejszy wpływ wywierają grupy sektorów oraz szczególne cechy danej akcji). Jeżeli cena danej akcji odznacza się większą zmiennością niż giełda jako całość, to akcja ta spowoduje większą zmienność portfela, a tym samym zwiększa ryzyko. Natomiast, jeżeli cena akcji ma mniejszą zmienność niż cała giełda, wprowadzenie tej akcji do portfela zmniejszy jego zmienność, a zatem ryzyko. Zmienność portfela zaś można łatwo określić przez prostą średnią ważoną zmienności poszczególnych akcji.

Miernikowi zmienności opracowanemu przez Sharpe'a nadano nazwę współczynnika beta. Określa się go jako korelację między dwoma odrębnymi ruchami cen: giełdy jako całości i danej akcji. Akcjom, których ceny rosną i spadają w ścisłej zgodności z całą giełdą, przypisuje się współczynnik

beta = 1,0. Jeżeli ceny akcji wzrastają i spadają dwukrotnie szybciej niż ceny na całej giełdzie, beta = 2,0. Jeżeli ruch cen akcji wynosi jedynie 80 proc. ruchu cen na całej giełdzie, beta = 0,8. Na podstawie jedynie tej informacji możemy ustalić średnią ważoną beta całego portfela. Wynika z tego, że każdy portfel, którego współczynnik beta jest większy od jedności wiąże się z ryzykiem większym niż ryzyko związane z całym rynkiem, natomiast przy współczynniku beta mniejszym od jedności ryzyko to jest mniejsze.

W rok po opublikowaniu rozprawy na temat teorii portfela Sharpe przedstawił dalekosiężną koncepcję, nazwaną modelem wyceny aktywów kapitałowych (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Było to bezpośrednie rozwinięcie jego jednoczynnikowego modelu budowy efektywnych portfeli. Według CAPM akcje wiążą się z dwójakimi, odrębnymi rodzajami ryzyka. Jedno wynika z samego faktu uczestnictwa w rynku. Sharpe nazwał je ryzykiem systemowym. Ryzyko systemowe – to ryzyko beta i nie da się go uniknąć przez dywersyfikację. Drugi rodzaj, ryzyko pozasystemowe, jest ryzykiem wynikającym z sytuacji ekonomicznej danej firmy. W odróżnieniu od ryzyka systemowego, można uniknąć ryzyka pozasystemowego po prostu przez wprowadzenie do portfela rozmaitych akcji.

Peter Bernstein, znany autor, badacz i redaktor, który założył „The Journal of Portfolio Management”, spędził wiele czasu z Sharpem i szczegółowo przeanalizował jego prace. Bernstein uważa, że badania Sharpe’a prowadzą do jednego nieuchronnego wniosku: „Sprawnym portfelem jest sam rynek papierów wartościowych. Żaden inny portfel obciążony takim samym ryzykiem nie może zapewnić wyższych oczekiwanych zysków; żaden portfel o takich samych oczekiwanych zyskach nie może się wiązać z mniejszym ryzykiem”⁴. Innymi słowy, z modelu wyceny aktywów kapitałowych wynika, że portfel rynku mieści się dokładnie na granicy sprawności Markowitza.

W ciągu jednego dziesięciolecia dwóch naukowców zdefiniowało dwa ważne elementy tego, co później nazwano nowoczesną teorią portfela: Markowitz wysunął koncepcję, że odpowiednia równowaga między zyskiem a ryzykiem zależy od dywersyfikacji, a Sharpe przedstawił swoją definicję ryzyka. Młody docent na University of Chicago, Eugene Fama, zajmujący się teorią finansów, wprowadził trzeci element – teorię sprawnego rynku.

Teoria sprawnego rynku

Chociaż o sprawnych rynkach pisało kilku wybitnych naukowców, w tym ekonomista z MIT Paul Samuelson, największe zasługi w opracowaniu zwartej teorii zachowań akcji przypisuje się Eugene’owi Famiemu.

Fama rozpoczął od analizowania zmian cen akcji na początku lat sześćdziesiątych. Wiele czytał – zapoznał się ze wszystkimi dostępnymi wówczas

pracami nad zachowaniem się cen na rynku akcji. Wydaje się, że największy wpływ wywarł na niego francuski matematyk Benoit Mandelbrot, który opracował geometrię fraktali. Dowodził on, że skoro ceny akcji podlegają tak nieregularnym fluktuacjom, nie poddadzą się nigdy badaniom podstawowym lub statystycznym; ponadto nieregularność ruchów cen musi się nasilać, powodując niespodziewanie wielkie i gwałtowne przesunięcia.

Rozprawa doktorska Famy „The Behavior of Stock Prices” (Zachowania cen akcji) została opublikowana w 1963 r. w „Journal of Business”. Następnie zamieszczono jej fragmenty w „The Financial Analysis Journal” i w „The Institutional Investor”. Fama, stosunkowo młody człowiek, nowicjusz, znalazł się w centrum uwagi środowiska finansowego.

Stwierdzenie Famy było wyraźne: nie da się prognozować cen akcji, bo rynek jest zbyt sprawny. Na sprawnym rynku, w miarę pojawiania się informacji, wielu sprytnych ludzi (Fama nazywa ich racjonalnymi maksymalizatorami zysku) agresywnie je wykorzystuje w sposób powodujący natychmiastowe dostosowanie się cen akcji, zanim ktokolwiek osiągnie zysk. A zatem na sprawnym rynku nie ma miejsca dla prognoz, bo ceny akcji zbyt szybko się zmieniają stosownie do nowych informacji.

Fama przyznawał, że nie ma możliwości empirycznego sprawdzenia koncepcji sprawnego rynku. Alternatywą było według niego wyróżnienie systemów handlu akcjami lub osób, które w handlu nimi osiągają wyniki lepsze od rynku. Jeżeli taka grupa istnieje, to oczywiście rynek nie jest sprawny. Jeżeli jednak nikomu nie uda się wygrać z rynkiem, to możemy założyć, że ceny stanowią odbicie wszystkich dostępnych informacji, a zatem rynek jest sprawny.

Splecione wątki nowoczesnej teorii portfela były przedmiotem ogromnego zainteresowania teoretyków i badaczy, którzy je opracowali, ale w latach pięćdziesiątych i sześćdziesiątych Wall Street poświęcała im niewiele uwagi. Peter Bernstein wskazał na przyczynę tego zjawiska: w tym okresie zarządzanie portfelami było ziemią nieznaną. Jednakże w 1974 r. wszystko to uległo zmianie.

Niewątpliwie bessa z lat 1973–1974 zmusiła profesjonalnych inwestorów do poważnego potraktowania prac naukowców, rozpowszechniających nowe metody zapanowania nad ryzykiem. Rany finansowe odniesione w wyniku beztroskiej spekulacji prowadzonej przez całe dziesięciolecie były zbyt głębokie, żeby je można było lekceważyć. Bernstein powiedział: „Katastrofa na rynku z 1974 r. przekonała mnie, że musi istnieć jakiś lepszy sposób zarządzania portfelami inwestycji. Gdybym nawet potrafił sam siebie przekonać do pominięcia teoretycznej struktury budowanej przez naukowców, to jednak wielkie uniwersytety zbyt wiele publikowały na ten temat, żebym mógł podzielić poglądy moich kolegów, że jest to »czysty bełkot«”⁵.

Tak więc po raz pierwszy w historii nasze finansowe losy nie zależały od Wall Street albo od Waszyngtonu ani nawet od właścicieli przedsiębiorstw.

Teraz krajobraz finansowy miał być definiowany przez grupę profesorów uniwersytetów, do których drzwi wreszcie zapukali profesjonalni finansisci. Wyszedszy ze swoich wież z kości słoniowej, profesorowie mieli teraz stać się arcykaplanami nowoczesnych finansów.

Buffett a nowoczesna teoria portfela

Tymczasem Warren Buffett, skupiając nadal energię na działalności Berkshire Hathaway, pilnie śledził rynek akcji. Chociaż większość profesjonalnych inwestorów traktowała lata 1973–1974 jako okres porażających strat, Buffett, uczeń Bena Grahama, dostrzegał tu jedynie okazję. Wiedział też, kiedy przystąpić do działania.

Buffett przedstawił swoje uzasadnienie inwestowania w The Washington Post Company w wykładzie wygłoszonym na wydziale prawa Stanford University. Jak to opisano w „Outstanding Investor Digest”, Buffett wspominał później: „Kupiliśmy The Washington Post Company w 1974 r. za 80 mln USD. Gdyby zapytano kogośkolwiek ze stu analityków, ile firma była warta w chwili, kiedy ją kupowaliśmy, żaden nie kwestionowałby stwierdzenia, że jej wartość wynosiła 400 mln USD. Otóż według całej teorii beta i nowoczesnej teorii portfela, bardziej ryzykowne byłoby kupienie jej za 40 mln USD niż za 80 mln USD, chociaż była warta 400 mln, bo oznaczałoby to większą zmienność cen. Od tej chwili przestałem się nimi interesować”⁶.

Zakup Washington Post był wyraźnym sygnałem, że Buffett bierze kurs oddalający go od większości pozostałych profesjonalnych inwestorów. Dał też jasno poznać, co myśli o trzech głównych składnikach nowoczesnej teorii portfela: ryzyku, dywersyfikacji i sprawnym rynku.

Buffett o ryzyku

Pamiętajmy, że w nowoczesnej teorii portfela ryzyko definiuje się na podstawie zmienności cen akcji. Jednakże w całej swojej karierze Buffett traktował spadek cen akcji jako okazję do zarobienia dodatkowych pieniędzy. Jeżeli już, to spadek cen akcji zmniejsza ryzyko podejmowane przez Buffetta. Wskazuje on: „Dla właścicieli firmy – a w taki sposób myślimy o akcjonariuszach – definicja ryzyka opracowana przez naukowców jest nietrafna, i to tak dalece, że prowadzi do absurdu”⁷.

Buffett posługuje się inną definicją ryzyka: możliwością powstania szkody lub straty. Jest to zaś czynnik „ryzyka rzeczywistej wartości” przedsiębiorstwa, a nie zachowań cen akcji⁸. Według Buffetta rzeczywiste ryzyko wiąże się z tym, czy dochody z inwestycji po opodatkowaniu „zapewnią inwestorowi przynaj-

Czy jest to dobra inwestycja?

Buffett zachęca do wyraźnego uwzględniania czterech podstawowych czynników przy określaniu prawdopodobieństwa osiągnięcia zysku z początkowych nakładów inwestycyjnych:

1. Pewności, z jaką można ocenić długookresowe cechy ekonomiczne przedsiębiorstwa.
2. Pewności, z jaką można ocenić kierownictwo, zarówno pod względem jego zdolności do pełnego wykorzystania potencjału firmy, jak i mądrego wykorzystania jej przepływów pieniężnych.
3. Pewności, z jaką można liczyć na to, że kierownictwo przeznaczy korzyści osiągane przez firmę raczej dla akcjonariuszy niż dla siebie.
4. Ceny zakupu przedsiębiorstwa⁹.

mniej taką siłą nabywczą, jaką miał na początku, powiększoną o skromną stopę oprocentowania tej początkowej kwoty”¹⁰. Według Buffetta szkoda lub strata mogą wynikać z błędnej oceny czterech podstawowych czynników, wyznaczających przyszłe zyski z dokonanej inwestycji (zob. ramka) oraz niepoddających się kontroli, niemożliwych do przewidzenia skutków zmiany wysokości podatków i wielkości inflacji.

Ryzyko, zdaniem Buffetta, nieodłącznie wiąże się z horyzontem czasowym danego inwestora, jeżeli bowiem kupujemy akcję dzisiaj z zamiarem sprzedania jej jutro, to zawieramy transakcję ryzykowną. Możliwości przewidywania, czy ceny akcji w krótkim okresie wzrosną czy spadną, są nie większe niż możliwości przewidywania wyniku rzutu monetą: przegrywa się średnio w co drugim rzucie. Jednak, zdaniem Buffetta, jeżeli wydłuży się horyzont do kilku lat, to znacznie maleje prawdopodobieństwo, że transakcja okaże się ryzykowna, pod warunkiem oczywiście, iż dokonano się rozsądnego zakupu. Buffett powiada: „Gdyby mnie ktoś zapytał o ryzyko związane z zakupem akcji Coca-Coli dziś rano i ich sprzedażą jutro rano, powiedziałbym, że jest to transakcja bardzo ryzykowna”¹¹. Jednakże według Buffetta zakup akcji Coca-Coli dzisiaj rano i przetrzymanie ich przez dziesięć lat wiąże się z ryzykiem zerowym.

Buffett o dywersyfikacji

Poglądy Buffetta na ryzyko wyznaczają jego strategię dywersyfikacji; także i tu jego myślenie jest przeciwieństwem nowoczesnej teorii portfela. Jak pamiętamy, główną korzyścią wynikającą ze znacznego stopnia dywersyfikacji

portfela jest złagodzenie zmienności cen poszczególnych akcji. Jeżeli jednak, wzorem Buffetta, nie zwraca się uwagi na zmienność cen, to również dywersyfikację portfela widzi się w innym świetle.

Buffett mówi: „Przyjęta przez nas strategia wiąże się z odrzuceniem powszechnie obowiązującego dogmatu dywersyfikacji. Wielu mędrców uznałoby zatem, że nasza strategia musi się wiązać z większym ryzykiem niż strategia stosowana przez inwestora bardziej konwencjonalnego. Uważamy, że polityka koncentracji portfela może znacznie zmniejszyć ryzyko, jeżeli prowadzi do odpowiednio większej wnikliwości, z jaką inwestor ocenia daną firmę, i do uzależnienia zakupu jej akcji od uznania jej charakterystyki ekonomicznej za zadowalającą”¹². To znaczy, że jeżeli skupia się uwagę na kilku wybranych przedsiębiorstwach, to ma się większe możliwości dokładnego ich przebadania i zrozumienia ich rzeczywistej wartości. Im więcej się wie o przedsiębiorstwie, tym zapewne mniejsze będzie ryzyko, jakie się podejmie.

Buffett wyjaśnia: „Dywersyfikacja służy za ochronę przed niewiedzą. Jeżeli chce się mieć pewność, że nic złego człowieka nie spotka w porównaniu z wynikami całego rynku, trzeba być właścicielem wszystkiego. Nie ma w tym niczego złego. Jest to całkowicie uzasadnione podejście u kogoś, kto nie wie, jak analizować firmy”. Nowoczesna teoria portfela na wiele sposobów chroni inwestorów, którzy w niewielkim stopniu wiedzą i rozumieją, jak wycenić przedsiębiorstwo. Jednakże za tę ochronę trzeba zapłacić pewną cenę. Według Buffetta: „Wskazuje nam ona (nowoczesna teoria portfela), jak osiągać średnie wyniki. Jednakże myślę, że niemal każdy już w piątej klasie potrafi obliczyć średnią”¹³.

Buffett o teorii sprawnego rynku

Jeżeli teoria sprawnego rynku jest trafna, to nie ma prawie żadnej możliwości – poza przypadkiem losowym – żeby jakaś osoba lub grupa osiągnęła wyniki lepsze od rynku jako całości, a już żadnej, żeby dana osoba lub grupa mogła je osiągać systematycznie. Jednakże historia efektywności działań Buffetta w ciągu ostatnich dwudziestu pięciu lat świadczy o tym, że jest to możliwe, zwłaszcza jeżeli się ją kojarzy z doświadczeniami kilku innych bystrych osób, które wygrały z rynkiem, idąc w ślady Buffetta. Co z tego wynika odnośnie do teorii sprawnego rynku?

Buffett zauważył: „Zwolennicy tej teorii nigdy się szczególnie nie interesowali dowodami, które ją podważają. Widocznie niechęć do uznawania swoich przekonań za błędne, a zatem do demistyfikacji kapłaństwa, nie ogranicza się do teologów”.

Łatwo można streścić argumenty, obalające teorię sprawnego rynku:

1. Inwestorzy nie zawsze postępują racjonalnie. Zgodnie z teorią sprawnego rynku, korzystając ze wszystkich dostępnych informacji, ustalają na rynku

- racjonalne ceny. Jednakże wyniki wszechstronnych badań psychologii behawioralnej wskazują, że oczekiwania inwestorów nie zawsze są racjonalne.
2. Inwestorzy nie przetwarzają informacji w poprawny sposób. Wciąż polegają na skrótowych sposobach ustalania cen akcji zamiast przeprowadzania analizy fundamentalnej, ujawniającej rzeczywistą wartość danego przedsiębiorstwa.
 3. W miarach efektywności akcentuje się efektywność w krótkim okresie, co w zasadzie uniemożliwia wygrywanie z rynkiem w długim okresie.

Wątpliwości Buffetta odnośnie do teorii sprawnego rynku wynikają z jednego centralnego zagadnienia: w teorii tej w ogóle nie uwzględnia się inwestorów analizujących wszystkie dostępne informacje i uzyskujących dzięki temu przewagę konkurencyjną. „Z trafnej obserwacji, że rynek często jest sprawny, wyciągnęli błędny wniosek, że zawsze jest sprawny. Różnica między tymi stwierdzeniami jest taka, jak różnica między dniem i nocą”¹⁴.

Niemniej w szkołach zarządzania nadal z religijną czcią głosi się teorię sprawnego rynku, co sprawia Buffettowi ogromnie wiele satysfakcji. Zauważył ironicznie: „Oczywiście działanie na szkodę studentów i łatwowiernych profesjonalnych inwestorów, którzy zachłysłeni się teorią sprawnego rynku, jest ogromną przysługą dla nas i innych wyznawców Grahama. W każdym zawodzie – umysłowym czy fizycznym – uzyskuje się ogromną przewagę, jeżeli ma się do czynienia z przeciwnikami, których nauczono, że nie warto nawet próbować. Z egoistycznego punktu widzenia zapewne powinienem być fundatorem katedry, żeby zapewnić wieczyste nauczanie teorii sprawnego rynku”¹⁵.

Niezależnie od nowoczesnych teorii, istnieje strategia umożliwiająca osiągnięcie wyników lepszych od uzyskiwanych przez rynek, a prowadzi nas ona do całkowicie nowej teorii zarządzania portfelem.

Rozwój nowej teorii portfela

Dziś inwestorzy znaleźli się na rozdrożu. Na lewo prowadzi ścieżka nowoczesnej teorii portfela. Zakłada się w niej, że inwestorzy postępują racjonalnie, że rynek jest sprawny, że ryzyko jest wyznaczone przez zmienność cen i że jedynym sposobem prowadzącym do jego zmniejszenia jest szeroka dywersyfikacja. W prawo prowadzi teoria portfela skoncentrowanego. Jest ona zdecydowanie inna i opiera się na następującym, całkowicie odmiennym zbiorze przesłanek:

- Inwestorzy nie zawsze postępują racjonalnie; przeżywają okresy lęków i chciwości.
- Rynek nie zawsze jest sprawny, a zatem ci spośród inwestorów, którzy są skłonni analizować i uczyć się, uzyskują okazję do wygrania z rynkiem.
- Ryzyko nie wynika z ceny; wynika z wartości ekonomicznej.

- Optymalny jest portfel skoncentrowany, w którym kładzie się nacisk na zdarzenia o dużym prawdopodobieństwie powodzenia, nie zaś portfel, w którym stawki są wazone według przypadkowego zbioru prawdopodobieństw.

Zanim ludzie będą mogli skutecznie korzystać ze strategii skoncentrowanego portfela, której naucza Buffett, muszą zapomnieć o koncepcji nowoczesnej teorii portfela. Zazwyczaj łatwiej odrzucić model powszechnie uznawany za nieskuteczny; w końcu nie ma szczególnego powodu do dumy albo zadowolenia z tego, że się jest przeciętnym. Jednakże nowoczesna teoria portfela ma długą historię i zakorzoną tradycję. Pełno w niej zgrabnych wzorów, a wśród jej twórców laureatów nagrody Nobla. Nie możemy oczekiwać, że jej obrońcy dadzą się łatwo przekonać. Gdyby się poddali, zagroziłoby to ich kapitałowi zarówno intelektualnemu, jak i finansowemu.

Na szczęście, nie musimy się podejmować zadania obalania nowoczesnej teorii portfela. Załatwi to bieg wydarzeń. Jeżeli posłuchamy rad Buffetta, osiągnięte przez nas sukcesy z czasem doprowadzą do odrzucenia modelu nieskutecznego. Chociaż nowoczesną teorię portfela popierają niektórzy wybitni intelektualiści, nie zapominajmy, że do prekursorów inwestowania skoncentrowanego zaliczają się niektórzy z największych inwestorów w historii: John Maynard Keynes, Phil Fisher, Charlie Munger, Lou Simpson, Bill Ruane i Warren Buffett.

Jeżeli kiedykolwiek wytrąca Cię z równowagi pomruki teoretyków nowoczesnego portfela, weź sobie do serca radę udzieloną studentom przez Bena Grahama: „To, czy masz rację czy nie, nie zależy od tego, czy inni się z tobą zgadzają. Masz rację, jeżeli Twoje dane są właściwe i jeżeli poprawne rozumiesz”¹⁶.

¹ Dobry, zwarty opis historyczny rozwoju nowoczesnych finansów przedstawiono w: Peter Bernstein: *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*. Nowy Jork. The Free Press 1992.

² Ibid., s. 47.

³ Jonathan Burton, „Travels Along the Efficient Frontier”. *Dow Jones Asset Management*, maj-czerwiec 1997, s. 22.

⁴ Bernstein, s. 86.

⁵ Ibid., s. 13.

⁶ *Outstanding Investor Digest*, 18 kwietnia 1990, s. 18.

⁷ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1993 r., s. 13.

⁸ „Ryzyko rzeczywistej wartości” jest terminem sformułowanym po raz pierwszy przez Johna Rutledge’a z Rutledge & Company, CT. *Forbes*, 29 sierpnia 1994, s. 279.

⁹ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1993 r., s. 13.

¹⁰ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1993 r., s. 13.

¹¹ *Outstanding Investor Digest*, 23 czerwca 1994, s. 19.

¹² Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1993 r., s. 12.

¹³ *Outstanding Investor Digest*, 8 sierpnia 1996, s. 29.

¹⁴ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1988 r., s. 18.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ Benjamin Graham: *The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel*. Nowy Jork. Harper & Row 1973, s. 287.

Superinwestorzy z Buffettville

Inwestowanie nie jest grą, w której ktoś o ilorazie inteligencji wynoszącym 160 wygrywa z kimś, czyj iloraz wynosi 130.

— WARREN BUFFETT
(Fortune, 1989)

Mniej więcej w połowie bujnych lat dwudziestych młody Benjamin Graham, który już został zauważony na Wall Street, zwrócił się do Columbia University, swojej Alma Mater, z propozycją prowadzenia na studiach wieczorowych wykładów na temat analizy papierów wartościowych. Myślał o napisaniu o tym książki i uważał, że wykłady pomogłyby mu uporządkować jego koncepcje. Uczelnia przyjęła propozycję i wprowadziła te wykłady do programu w trymestrze jesiennym 1927 r.

Reakcja nikogo nie zdumiała bardziej niż Grahama. Na wykłady przychodziło tak wielu ludzi, że uczelnia postawiła strażników przy drzwiach, żeby zapewnić miejsca tym, którzy wcześniej się zapisali. Jednym z nich był David L. Dodd, młody docent ze Szkoły Zarządzania Columbia University. Udało mu się dostać na te wykłady. Następnego roku zainteresowanie było jeszcze większe. Wielu uczestników chciało jeszcze raz wysłuchać wykładów w nadziei na uzyskanie nowych wskazówek w sprawie inwestowania.

Nadszedł rok 1929. W ciągu zimowych miesięcy Graham był całkowicie zajęty przewyciężaniem skutków krachu na giełdzie, które odczuł on i jego klienci, odłożył więc pracę nad książką. Poprosił o pomoc przy jej pisaniu swojego dawnego ucznia, Davida Dodda, ale i tak ta przełomowa książka pod neutralnym tytułem „Security Analysis” (Analiza papierów wartościowych) ukazała się dopiero w 1934 r. – w kulminacyjnym okresie wielkiego kryzysu. Graham później powiedział, że zwłoka była opatrnościowa, bo umożliwiła mu uwzględnienie „mądrości zdobytej kosztem wielu cierpień”¹.

Kolejne, piąte wydanie książki „Security Analysis”, uznanej za pozycję klasyczną, wciąż znajduje się na półkach księgarskich, chociaż upłynęło ponad sześćdziesiąt lat od chwili, kiedy się ukazała po raz pierwszy. Nie można przecenić jej wpływu na współczesny świat inwestycji ani ogromnego wpływu Grahama na obecny profesjonalizm inwestorów.

W pięćdziesięciolecie pierwszego wydania tej brzemiennej w skutki książki, której autorami byli dwaj wybitni profesorowie Szkoły Zarządzania Columbia University, uczelnia ta zorganizowała seminarium upamiętniające rocznicę. Zaproszono Warrena Buffetta, jednego z najbardziej znanych absolwentów szkoły i najsłynniejszego współczesnego zwolennika opartego na wartości sposobu inwestowania Grahama, do wygłoszenia odczytu na tym seminarium.

Większość słuchaczy tego dnia 1984 r. – profesorowie uniwersytetów, badacze i inni naukowcy wraz z licznymi profesjonalnymi inwestorami – nadal twardo trzymała się nowoczesnej teorii portfela i uznawała za uzasadnioną teorię sprawnego rynku. Jak wiemy, Buffett równie twardo stał na innym stanowisku. W swoim przemówieniu, które zatytułował „The Superinvestors of Graham-and-Doddsville” (Superinwestorzy Graham-and-Doddsville)¹, Buffett opowiedział kilka historyjek i kilka lekkich dowcipów oraz spokojnie, lecz zdecydowanie obalił podstawę teorii sprawnego rynku. Było to klasyczne wystąpienie w jego stylu².

Zaczął od powtórzenia głównego argumentu nowoczesnej teorii portfela: rynek papierów wartościowych jest sprawny, wszystkie akcje są poprawnie wycenione, a zatem ktoś, kto rok po roku osiąga wyniki lepsze niż rynek, po prostu ma szczęście. Powiedział, że może tak rzeczywiście jest, ale zna kilku ludzi, którym się to udało, a ich powodzenia nie da się uznać jedynie za zdarzenie losowe.

Aby jednak sprawiedliwie osądzić, czy jest to tylko szczęśliwy traf, zaproponował słuchaczom, żeby wyobrazili sobie ogólnonarodową grę w orła i reszkę, w której każdy z 225 milionów Amerykanów stawia jednego dolara. Po każdym rzucie ci, którzy przegrali, wypadają z gry, a wygrywający przechodzą do następnej rundy. Buffett wykazał, że po dziesięciu rundach byłoby 220 tysięcy wygrywających, którzy za każdym razem, stawiając całą dotychczasową wygraną, doszliby do kwoty 1024 dolarów. Po następnych dziesięciu rzutach byłoby 215 osób, które wygrałyby po milionie dolarów.

Otóż, ciągnął Buffett, profesorowie szkół zarządzania, analizując tę ogólnonarodową grę, dowodziliby, że wygrywający nie wykazali się żadną szczególną umiejętnością. Twierdziliby, że równie łatwo można by uzyskać taki sam wynik z grupą 225 milionów orangutanów grających w orła i reszkę.

Rozwijając powoli swoją argumentację, Buffett przyznał, że istnieje statystyczna możliwość uzyskania przez orangutany całkowicie podobnego wyniku. Ale wyobraźmy sobie – powiedział słuchaczom – że z tych 215 wygrywających

¹ Żartobliwe nawiązanie do amerykańskiego zwyczaju nadawania nazw miejscowości od nazwisk ich wybitnych obywateli [przyp. tłum.].

orangutanów 40 pochodzi z jednego ogrodu zoologicznego. Czy nie zechcielibyśmy zapytać dozorcę, czym karmi te swoje bardzo już bogate orangutany?

Chodzi o to, powiedział Buffett, że kiedy na jakimś obszarze występuje duża koncentracja *jakiegokolwiek* zjawiska, to – być może – dzieje się tam coś szczególnego, co zasługuje na zbadanie. A do jakich powinniśmy dojść wniosków – i taka jest puenta – jeżeli członków tej wyjątkowej grupy określa nie to, gdzie żyją, ale to, od kogo się uczyli?

W ten sposób dochodzimy do tego, co Buffett nazwał „intelektualną wsią” Graham-and-Doddsville. Wszystkie przykłady przedstawione przez niego w tym dniu dotyczyły ludzi, którzy potrafili systematycznie w długim okresie uzyskiwać wyniki lepsze niż rynek nie dzięki szczęściu, ale dzięki temu, że postępowali zgodnie z zasadami, których się nauczyli od jednego człowieka: od Bena Grahama.

Buffett wyjaśniał, że każdy z tych inwestorów inaczej prowadził swoją grę, ale łączyło ich jedno: poszukiwanie rozbieżności między ceną rynkową a rzeczywistą wartością. „Wiadomo – stwierdził – że nasi inwestorzy na wzór Grahama i Dodda nie dyskutują nad współczynnikiem beta, modelem wyceny aktywów kapitałowych czy kowariancją zysków. Te zagadnienia nie stanowią przedmiotu ich zainteresowania. Prawdę mówiąc, większość z nich miałaby trudności ze zdefiniowaniem tych pojęć”.

W artykule opartym na jego przemówieniu z 1984 r. Buffett zamieścił tablicę, w których przedstawił imponujące osiągnięcia mieszkańców Graham-and-Doddsville³. Piętnaście lat później wydaje mi się, że Czytelnika może zainteresować spojrzenie na kilku ludzi, będących żywym przykładem podejścia Grahama, a zarazem dzielających przekonanie Buffetta o wartości skoncentrowanego portfela, zawierającego akcje mniejszej liczby firm. Nazywam ich superinwestorami z Buffettville. Są to: Charlie Munger, Bill Ruane, Lou Simpson i oczywiście sam Buffett. Wiele możemy się nauczyć z historii ich osiągnięć. Zanim jednak przystąpimy do tej analizy, zacznijmy od spojrzenia na pierwszego inwestora skoncentrowanego.

John Maynard Keynes

Większość ludzi zna Johna Maynarda Keynesa z jego wkładu do teorii ekonomii. Jednak Keynes był nie tylko wielkim myślicielem zajmującym się makroekonomią, ale także legendarnym inwestorem. Dowody na jego inwestycyjne osiągnięcia można znaleźć w historii efektywności funduszu inwestycyjnego King's College Cambridge University.

Do 1920 r. inwestycje King's College ograniczały się do papierów wartościowych przynoszących stały dochód. Kiedy jednak Keynes pod koniec 1919 r. został mianowany zastępcą kwestora tego kolegium, przekonał członków rady

powierniczej do założenia odrębnego funduszu, składającego się jedynie z akcji zwykłych, pieniędzy oraz terminowych transakcji towarowych. Od 1927 r., kiedy został powołany na kwestora, do śmierci w 1945 r. Keynes ponosił wyłączną odpowiedzialność za ten fundusz.

W 1934 r., tym samym, w którym wydano „Security Analysis”, Keynes napisał list do jednego z kolegów (zob. rozdział 1), w którym to liście wyjaśniał, dlaczego woli ograniczyć swoje inwestycje do kilku zaledwie firm. Cztery lata później opracował pełne sprawozdanie dotyczące polityki funduszu, przedstawiając swoje zasady inwestowania polegające na:

- „1. Starannym wyborze nielicznych inwestycji z uwzględnieniem ich tanioci w porównaniu z prawdopodobną obecną oraz potencjalną *rzeczywistą* (podkreślenie JMK) ich wartością w przyszłych latach i z alternatywnymi możliwościami inwestowania w tych okresach;
2. Trzymaniu się tych stosunkowo dużych jednostek na dobre i złe, być może przez kilka lat aż do chwili, kiedy spełnią oczekiwania albo kiedy okaże się, że ich zakup był błędem;
3. *Zrównoważonej* (podkreślenie JMK) pozycji inwestycyjnej, to znaczy rozmaitości ryzyka pomimo dużych poszczególnych pozycji, a w miarę możliwości przeciwstawnym ryzyku”⁴.

Z analizy polityki inwestycyjnej Keynesa wnioskuję, że był inwestorem skoncentrowanym. Celowo ograniczał się do akcji wybranych kilku spółek i opierał się na analizie fundamentalnej, aby ocenić ich wartość w porównaniu z ceną. Lubił ograniczać rotację portfela do bardzo niskiego poziomu. Dostrzegał znaczenie dywersyfikacji ryzyka. Sądzę, że aby je ograniczyć, stosował strategię skupiania się na przewidywalnych przedsiębiorstwach wysokiej jakości, zajmujących różnorodne pozycje ekonomiczne.

Jaka była efektywność Keynesa? Z tabeli 3.1 wynika, że miał wybitne umiejętności wybierania akcji i zarządzania portfelem. W ciągu osiemnastu lat przeciętna roczna stopa zysku jego funduszu inwestycyjnego wynosiła 13,2 proc., podczas gdy średnia z całego rynku papierów wartościowych w Wielkiej Brytanii była praktycznie biorąc zerowa. Jeśli się uwzględni, że okres ten obejmował zarówno wielki kryzys, jak i II wojnę światową, musimy przyznać, że efektywność Keynesa była nadzwyczajna.

Jednakże fundusz inwestycyjny King’s College przeżywał trudne okresy. W trzech latach (1930, 1938, 1940) jego wartość spadała w stopniu większym niż wartość całego rynku w Wielkiej Brytanii. „Z wielkich skoków wartości funduszu wynika, że musiał być zmienny w stopniu większym niż cały rynek”⁵. W istocie, jeżeli zmierzmy odchylenie standardowe funduszu, okaże się, że jego zmienność była niemal dwa i pół raza większa niż zmienność całego rynku papierów wartościowych. Niewątpliwie inwestujący w fundusz „jechali po wybojach”, ale w końcu wygrali z rynkiem, i to w znacznym stopniu.

Tabela 3.1. John Maynard Keynes

Lata	Roczne zmiany procentowe	
	Fundusz King's College	Rynek w Wielkiej Brytanii
1928	0,0	0,1
1929	0,8	6,6
1930	-32,4	-20,3
1931	-24,6	-25,0
1932	44,8	-5,8
1933	35,1	21,5
1934	33,1	-0,7
1935	44,3	5,3
1936	56,0	10,2
1937	8,5	-0,5
1938	-40,1	-16,1
1939	12,9	-7,2
1940	-15,6	-12,9
1941	33,5	12,5
1942	-0,9	0,8
1943	53,9	15,6
1944	14,5	5,4
1945	14,6	0,8
Średnia stopa zwrotu	13,2	-0,5
Odchylenie standardowe	29,2	12,4
Minimum	-40,1	-25,0
Maksimum	56,0	21,5

Jeżeli Czytelnik sądzi, że Keynes dzięki swojemu przygotowaniu makroekonomicznemu umiał właściwie wybierać czas dokonywania transakcji na rynku, niech zwróci uwagę na jego politykę inwestycyjną.

„Okazało się, że nie potrafiliśmy wykorzystać generalnych zmian systemowych, kupując albo sprzedając w całości akcje zwykłe w różnych fazach cyklu gospodarczego. W wyniku tych doświadczeń jestem przekonany, że koncepcja globalnych zmian jest z wielu powodów niepraktyczna, w istocie nawet niewskazana. Większość z tych, którzy usiłują tego dokonać, albo sprzedaje, albo kupuje za późno, a robi jedno i drugie zbyt często, ponosząc duże koszty. Odnacza się przy tym niespokojną, spekulacyjną postawą, która jeśli się rozpowszechni, przyniesie poważne ujemne konsekwencje społeczne, polegające na zwiększeniu skali fluktuacji”⁶.

Buffett Partnership, Ltd.

Kiedy po rozwiązaniu przez Bena Grahama firmy inwestycyjnej Warren Buffett w 1956 r. powrócił do Omaha, założył komandytową spółkę inwestycyjną, którą poznaliśmy w rozdziale 2. W chwili powstania spółki jej całkowity fundusz założycielski wynosił 105 100 USD, z czego 105 000 USD wniosło siedmiu komandytariuszy, a 100 USD Buffett. Postawił sobie trudny cel: co roku pobić średnią wartość indeksu przemysłowego Dow-Jones o 10 punktów. Osiągnął to, co zamierzał, a nawet dużo więcej. W ciągu trzynastu lat istnienia spółki jej średni roczny dochód był o 22 punkty wyższy od indeksu Dow-Jones. W całym tym okresie nie było roku, w którym poniosłaby stratę. Do 1965 r. aktywa spółki osiągnęły wartość 26 mln USD.

Tabela 3.2. Buffett Partnership, Ltd.

Lata	Roczne zmiany procentowe	
	Buffett Partnership ogółem	Indeks Dow-Jones
1957	10,4	-8,4
1958	40,9	38,5
1959	25,9	20,0
1960	22,8	-6,2
1961	45,9	22,4
1962	13,9	-7,6
1963	38,7	20,6
1964	27,8	18,7
1965	47,2	14,2
1966	20,4	-15,6
1967	35,9	19,0
1968	58,8	7,7
1969	6,8	-11,6
Średnia stopa zwrotu	30,4	8,6
Odchylenie standardowe	15,7	16,7
Minimum	6,8	-15,6
Maksimum	58,8	38,5

Buffett Partnership funkcjonowała od 1957 do 1969 r. a jej zyski (zob. tabela 3.2), choć zasługiwały na uwagę, były nieco nienormalne. Zasługiwały na uwagę ze względu na to, że Buffett w całym okresie uzyskiwał średnie roczne dochody przekraczające indeks Dow-Jones o 22 punkty procentowe,

a nienormalne, gdyż osiągał to mimo mniejszej zmienności. Zauważmy, że wykazane w tabeli 3.2 odchylenie standardowe, które jest jednym ze sposobów jej wyrażania, jest u niego niższe niż w indeksie Dow-Jones. Na swój typowo skromny sposób Buffett cicho zauważył: „Myślę, że niezależnie od sposobu liczenia, było to zadowalające”⁷.

Jak tego dokonał? Jak udało mu się uniknąć zmienności, zazwyczaj kojarzonej ze skoncentrowanymi portfelami? Przychodzą na myśl dwa możliwe wyjaśnienia. Po pierwsze, mógł być właścicielem papierów wartościowych, których ceny ulegały zmianom w różny sposób. Chociaż jestem pewien, że nie budował z rozmysłem portfela o niskiej kowariancji, to jednak portfel, starannie zaprojektowany, tak żeby był ekonomicznie zróżnicowany, zapewne wyrównywałby wyboje na drodze. Innym możliwym wyjaśnieniem, które wydaje się znacznie bardziej prawdopodobne, jest to, że ostrożne i zdyscyplinowane podejście Buffetta, polegające na kupowaniu tylko takich papierów, które wykazują się ceną znacznie niższą od ich rzeczywistej wartości, ograniczało ryzyko spadku cen, przynosząc jednocześnie spółce wszystkie korzyści wynikające z ich wzrostu.

Spółka Charlesa Mungera

Często określa się Warrena Buffetta jako największego inwestora na świecie; w pełni zasługuje on na ten tytuł. Jednakże wybitne osiągnięcia Berkshire Hathaway w ciągu wielu lat były zasługą nie tylko Buffetta, ale także udzielającego mądrych porad wiceprzewodniczącego rady spółki Charlesa Mungera. Jedyne, czego żałuję odnośnie do książki „Na sposób Warrena Buffetta”, to że nie przedstawiłem w pełni ważnego wpływu Charliego na sposób myślenia Warrena Buffetta i losy Berkshire Hathaway. Chociaż efektywność inwestycyjną Berkshire przypisuje się jej przewodniczącemu, nie wolno nam zapominać, że Charlie sam też jest wybitnym inwestorem. Akcjonariusze uczestniczący w corocznym zebraniu Berkshire albo czytający jego myśli w „Outstanding Investor Digest” wiedzą, jak wybitny ma umysł.

Buffett powiedział: „Zetknąłem się z nim mniej więcej w 1960 r. Powiedziałem mu, że prawo – to świetne hobby, ale mógłby osiągnąć więcej”⁸. Charlie był absolwentem wydziału prawa Harvard University i w owym czasie miał kwitnącą praktykę w Los Angeles. Buffett przekonał jednak Charliego, żeby zajął się inwestowaniem, a wyniki uzyskane dzięki jego talentom możemy zobaczyć w tabeli 3.3. Buffett wyjaśnia: „Jego portfel skupiał się na bardzo niewielu papierach, a zatem jego wyniki były znacznie bardziej zmienne; podchodził jednak do inwestowania w taki sam sposób, poszukując ceny niższej od wartości”. Charlie kierował się metodą Grahama, wyszukując jedynie firmy sprzedawane po cenie niższej od ich rzeczywistej wartości. „Godził się z większymi wzrostami i spadkami efektywności, a przypadkowo jest człowiekiem, któremu psychologicznie odpowiada koncentracja”.

Tabela 3.3. Charles Munger Partnership

Lata	Roczne zmiany procentowe	
	Charles Munger Partnership ogółem	Indeks Dow-Jones
1962	30,1	-7,6
1963	71,7	20,6
1964	49,7	18,7
1965	8,4	14,2
1966	12,4	-15,8
1967	56,2	19,0
1968	40,4	7,7
1969	28,3	-11,6
1970	-0,1	8,7
1971	25,4	9,8
1972	8,3	18,2
1973	-31,9	-13,1
1974	-31,5	-23,1
1975	73,2	44,4
Średnia stopa zwrotu	24,3	6,4
Odechylenie standardowe	33,0	18,5
Minimum	-31,9	-23,1
Maksimum	73,2	44,4

Zauważmy, że Buffett przy opisywaniu efektywności Charliego nie posługuje się wyrazem „ryzyko”. Gdybyśmy posługiwali się konwencjonalną definicją ryzyka (zmiennością cen), musielibyśmy powiedzieć, że spółka Charliego była ogromnie ryzykowna, z odchyleniem standardowym niemal dwukrotnie większym od występującego na całym rynku. Jednakże średni roczny zysk lepszy o osiemnaście punktów od osiąganego przez rynek nie był dziełem ryzykanta, ale raczej wnikliwego inwestora, który potrafił się skoncentrować na kilku wyróżniających się akcjach, sprzedawanych po cenach znacznie niższych od ich obliczonej wartości.

Sequoia Fund

Buffett poznał Billa Ruane w 1951 r., kiedy obydwaj chodzili na wykłady Bena Grahama na Columbia University poświęcone analizie papierów wartościowych. Obydwaj utrzymywali kontakt, a Buffett z biegiem lat z podziwem obserwował efektywność inwestycji Ruane’a. Kiedy zakończył działalność

swojej spółki inwestycyjnej w 1969 r., zwrócił się do Ruane'a. „Zapytałem Billa, czy nie założą funduszu, który zajmą się wszystkimi naszymi współnikami; w efekcie stworzył Sequoia Fund”.

Obydwaj wiedzieli, że był to trudny okres na założenie funduszu powierniczego, jednakże Ruane uparcie szedł do przodu. Rynek papierów wartościowych rozdzielał się na dwa poziomy. Większość gorących pieniędzy zmierzała w kierunku „atrakcyjnej pięćdziesiątki” (znanych wielkich firm, takich jak IBM i Xerox), pozostawiając akcje „wartościowe” daleko w tyle. Chociaż, jak wskazywał Buffett, początkowo trudno było inwestującym w wartość osiągnąć efektywność względną, „miło mi powiedzieć, że moi partnerzy w zdumiewająco wysokim stopniu nie tylko pozostali u niego, lecz zwiększyli swoje wpłaty, co doprowadziło do szczęśliwych skutków”⁹.

Sequoia Fund był prawdziwym pionierem, pierwszym funduszem powierniczym prowadzonym na zasadach inwestowania w wartość. Mamy do dyspozycji podane do publicznej wiadomości dane dotyczące historii Sequoi. Wynika z nich jasno, że Bill Ruane i jego partner Rick Cuniff zarządzali ściśle skoncentrowanym funduszem o niskiej rotacji. Przeciętnie do Sequoi należały akcje od sześciu do dziesięciu firm, stanowiące więcej niż 90 proc. portfela. Mimo to ekonomiczna różnorodność portfela była, i nadal jest, duża. Ruane często wskazywał, że chociaż Sequoia jest portfelem skoncentrowanym, w skład tego portfela wchodziły akcje rozmaitych przedsiębiorstw, w tym banków komercyjnych, firm farmaceutycznych oraz firm zajmujących się ubezpieczeniami samochodowymi i majątkowymi.

Pod wieloma względami poglądy Billa Ruane'a są wyjątkowe w porównaniu z poglądami innych osób zarządzających funduszami powierniczymi. Ogólnie biorąc, zarządzanie inwestycjami zazwyczaj polega na przyjęciu z góry jakiejś koncepcji dotyczącej gospodarowania portfelem, a następnie na zapełnianiu portfela różnymi akcjami. W Ruane, Cuniff & Company rozpoczęto od wybrania możliwie najlepszych akcji, a następnie wokół nich rozbudowano portfel.

Wybór najlepszych akcji wymaga oczywiście nasilonych badań; pod tym względem firma Ruane, Cuniff & Company, która zdobyła reputację jednej z najlepszych w zarządzaniu finansami, różni się od pozostałych w sektorze. Pomija sprawozdania badawcze Wall Street oparte na informacjach maklerów. Zamiast nich korzysta z własnych obszernych badań. Ruane powiedział kiedyś: „W naszej firmie nie używamy tytułów, ale gdybyśmy to robili, to na mojej wizytówce widniałby napis: »Bill Ruane, analityk«”.

Jak wyjaśnia, taki sposób myślenia jest na Wall Street rzadkością. „Ludzie z reguły zaczynają karierę od funkcji »analityka«, ale chcą awansować na bardziej prestiżowe stanowisko »menedżera portfela«, które uważa się za wyższe i odrębne. My zaś, przeciwnie, zawsze uważaliśmy, że jeżeli się jest inwestorem długookresowym, najważniejsza jest funkcja analityka, a zarządzanie portfelem jest jej naturalną konsekwencją”¹⁰

Tabela 3.4. Sequoia Fund, Inc.

Lata	Roczne zmiany procentowe	
	Sequoia Fund	S&P 500
1971	13,5	14,3
1972	3,7	18,9
1973	-24,0	-14,8
1974	-15,7	-26,4
1975	60,5	37,2
1976	72,3	23,6
1977	19,9	-7,4
1978	23,9	6,4
1979	12,1	18,2
1980	12,6	32,3
1981	21,5	-5,0
1982	31,2	21,4
1983	27,3	22,4
1984	18,5	6,1
1985	28,0	31,6
1986	13,3	18,6
1987	7,4	5,2
1988	11,1	16,6
1989	27,9	31,6
1990	-3,8	-3,1
1991	40,0	30,3
1992	9,4	7,6
1993	10,8	10,0
1994	3,3	1,4
1995	41,4	37,5
1996	21,7	22,9
1997	42,3	33,4
Średnia stopa zwrotu	19,6	14,5
Odchylenie standardowe	20,6	16,4
Minimum	-24,0	-26,4
Maksimum	72,3	37,5

Jak to niezwykle podejście służy akcjonariuszom firmy? W tabeli 3.4 przedstawiono efektywność inwestycji Sequoi w latach 1971–1997. W tym okresie Sequoia osiągnęła średnią roczną stopę zwrotu w wysokości 19,6 proc., w porównaniu z 14,5 proc. osiągniętymi przez S&P 500. Podobnie jak inne skoncentrowane portfele, Sequoia Fund doszła do tego nieco bardziej wyboistą drogą. W tym okresie odchylenie standardowe na rynku (co, jak pamiętamy, jest jednym ze sposobów określania zmienności) wynosiło 16,4 proc., w Sequoi zaś 20,6 proc. Niektórzy mogliby to nazwać wyższym stopniem ryzyka, ale gdy uwzględnimy staranność i pracowitość Ruane, Cunniff & Company przy wyborze akcji, konwencjonalna definicja ryzyka nie znajduje zastosowania.

Lou Simpson

Na początku 1996 r. firma Berkshire Hathaway doprowadziła do końca zakup GEICO – siódmej wówczas pod względem wielkości firmy ubezpieczeń samochodowych w USA. Był to kulminacyjny punkt długich i wzajemnie korzystnych stosunków.

Ci, którzy przez lata obserwowali Warrena Buffetta, znają nazwę GEICO, firmy cieszącej się szacunkiem w Berkshire Hathaway. Buffett zetknął się z nią w 1951 r. za pośrednictwem swojego mistrza, Bena Grahama, który był wówczas członkiem jej rady nadzorczej. W typowy dla siebie sposób, Buffett pewnego zimnego sobotniego ranka w styczniu pojechał do centrali GEICO, żeby się czegoś więcej dowiedzieć o firmie. Lorimer Davidson, który był wówczas asystentem prezesa, a później został dyrektorem naczelnym, pokazał Buffettowi, na czym polega konkurencyjna przewaga GEICO.

Kiedy Buffett powrócił do Omaha, gdzie podjął pracę w firmie maklerskiej ojca, zajął się kupowaniem dla swoich klientów akcji GEICO. Napisał nawet raport badawczy o GEICO do „The Commercial and Financial Chronicle” pod tytułem „The Security I Like Best” (Papier wartościowy, który najbardziej lubię). Pod koniec 1951 r. młody Buffett 65 proc. swojego osobistego majątku – 10 000 USD – zainwestował w GEICO. W początkach lat siedemdziesiątych firma ta miała trudności. Pobieranie przez kilka lat zbyt niskich cen za polisy spowodowało straty, które niemal doprowadziły GEICO do upadłości. Nie zniechęciło to jednak Buffetta, kierującego się własnymi zasadami. Był przekonany, że ma do czynienia z solidną firmą, przeżywającą chwilowe kłopoty, które powodowały, że ceny jej akcji spadły. Stworzyło to znakomitą okazję, by zacząć je skupywać. Do 1980 r. za pośrednictwem Berkshire Hathaway Buffett zebrał 33 proc. udziałów w GEICO za 45,7 mln USD.

Jeszcze jeden nabytek Buffetta mniej więcej z tego samego okresu wywarł bezpośredni wpływ na finansową kondycję GEICO. Nabytkiem tym był Lou Simpson.

Zanim Buffett ściągnął go do GEICO w 1979 r., Simpson, magister ekonomii z Princeton University, pracował w firmach Stein Roe & Farnheim oraz w Western Asset Management. Wspominając rozmowę kwalifikacyjną z Simpsonem, Buffett mówi, że Lou miał „idealny temperament inwestora”¹¹. Według Buffetta, Simpson myślał w sposób niezależny i ufał wynikom własnych badań; był człowiekiem, „którego nie interesowało szczególnie to, czy tłum się z nim zgadza czy nie”.

Lou dużo czyta. Nie zwraca uwagi na badania Wall Street, zamiast tego analizuje roczne sprawozdania firm. Jego proces wybierania akcji zwykłych jest podobny do sposobu stosowanego przez Buffetta. Kupuje jedynie zarządzane przez zdolnych menedżerów bardzo rentowne przedsiębiorstwa, których akcje nabyć można po rozsądnych cenach. Lou ma jeszcze coś innego wspólnego z Buffettem. Jego portfel składa się z akcji kilku jedynie firm. W portfelu GEICO, wartości miliarda dolarów, znajdują się zazwyczaj akcje mniej niż dziesięciu spółek.

W latach 1980–1996 stopa zwrotu portfela GEICO osiągnęła średni roczny poziom 24,7 proc. w porównaniu z 17,8 proc. na całym rynku (zob. tabela 3.5). Buffett powiada: „Wyniki te są nie tylko świetne, ale też osiągnięte w odpowiedni sposób. Lou systematycznie inwestował w zbyt nisko wycenione akcje zwykłe, które – każde z osobna – wiązały się z małym prawdopodobieństwem przyniesienia stałych strat, a zbiorowo były niemal całkowicie pozbawione ryzyka”¹². Także i tu, zdaniem Buffetta, szacunek ryzyka w ogóle nie ma związku ze zmiennością. Jest przekonany, że poszczególne akcje z czasem przyniosą zysk.

Efektywność i styl inwestowania Simpsona ściśle odpowiada sposobowi myślenia Buffetta. Mówi on: „Lou podchodzi do inwestowania w sposób równie ostrożny i skoncentrowany, jak to robimy w Berkshire. To, że stał się jednym z nas, jest dla nas ogromną korzyścią”¹³. Buffett podziwia Simpsona. „Jest bardzo niewielu ludzi, którym pozwalam gospodarować pieniędzmi i samodzielnie prowadzić przedsiębiorstwa, nad którymi sprawujemy kontrolę, ale chętnie się na to godzimy co do Lou”¹⁴. „Jego obecność na scenie upewnia nas, że Berkshire miałby do dyspozycji wyjątkowego profesjonalistę, który by pokierował inwestycjami firmy, gdyby coś się stało Charliemu i mnie”¹⁵.

Keynes, Buffett, Munger, Ruane, Simpson. Jest oczywiste, że superinwestorzy z Buffettville cechują się wspólnym intelektualnym podejściem do inwestowania. Łączy ich przekonanie, że sposobem na ograniczenie ryzyka jest kupowanie akcji jedynie wtedy, kiedy istnieje wysoki margines bezpieczeństwa (to znaczy, kiedy istnieje korzystna rozbieżność między rzeczywistą wartością firmy a bieżącą ceną akcji). Uważają też, że skupienie portfela na kilku takich zdaniach o wysokim prawdopodobieństwie powodzenia nie tylko zmniejsza ryzyko, ale także pomaga w generowaniu dochodów znacznie wyższych od rynkowej stopy zysku.

Tabela 3.5. Lou Simpson, GEICO

Lata	Roczne zmiany procentowe	
	Akcje zwykle należące do GEICO	S&P 500
1980	23,7	32,3
1981	5,4	-5,0
1982	45,8	21,4
1983	36,0	22,4
1984	21,8	6,1
1985	45,8	31,6
1986	38,7	18,6
1987	-10,0	5,2
1988	30,0	16,6
1989	36,1	31,7
1990	-9,1	-3,1
1991	57,1	30,5
1992	10,7	7,6
1993	5,1	10,1
1994	13,3	1,3
1995	39,7	37,6
1996	29,2	22,9
Średnia stopa zwrotu	24,7	17,8
Odchylenie standardowe	19,5	14,3
Minimum	-10,0	-5,0
Maksimum	57,1	37,6

Niemniej, kiedy wskazujemy tych skutecznych inwestorów skoncentrowanych, wielu ludzi ma wątpliwości: być może, ich sukcesy są oparte na bliższych związkach między nimi. Ale każdy z nich wybierał inne akcje. Buffett nie był właścicielem tych, które należały do Mungera, Munger nie był właścicielem tych, które należały do Ruane'a, Ruane nie był właścicielem tych, które należały do Simpsona, a nikt z nich nie był właścicielem tych, które należały do Keynesa.

Sceptycy powiadają: no dobrze, może to i prawda, ale pokazałeś nam tylko pięciu inwestorów skoncentrowanych. Pięć przykładów nie wystarczy do wyciągnięcia statystycznie uzasadnionych wniosków. W sektorze, w którym są tysiące menedżerów zarządzających portfelami, pięć pomyślnych przypadków może być zdarzeniem losowym.

Zgoda. Aby wyeliminować wszelkie podejrzenia, że pięciu superinwestorów z Buffettville to tylko błąd statystyczny, musimy zbadać większą próbę. Niestety, nie mamy możliwości przeanalizowania dużej liczby inwestorów skoncentrowanych, jak więc mamy postąpić? Otóż przeniesiemy się do pracowni statystycznej i stworzymy populację 12 000 portfeli.

Trzy tysiące inwestorów skoncentrowanych

Wykorzystując bazę danych Compustat dotyczącą stopy zwrotu z akcji zwykłych, wyodrębniliśmy 1200 firm o znanych danych obejmujących przychody, dochody i stopę zwrotu kapitału własnego w latach 1979–1986¹⁶. Następnie za pomocą komputera w sposób losowy stworzyliśmy 12 000 portfeli różnej wielkości składających się z akcji tych firm:

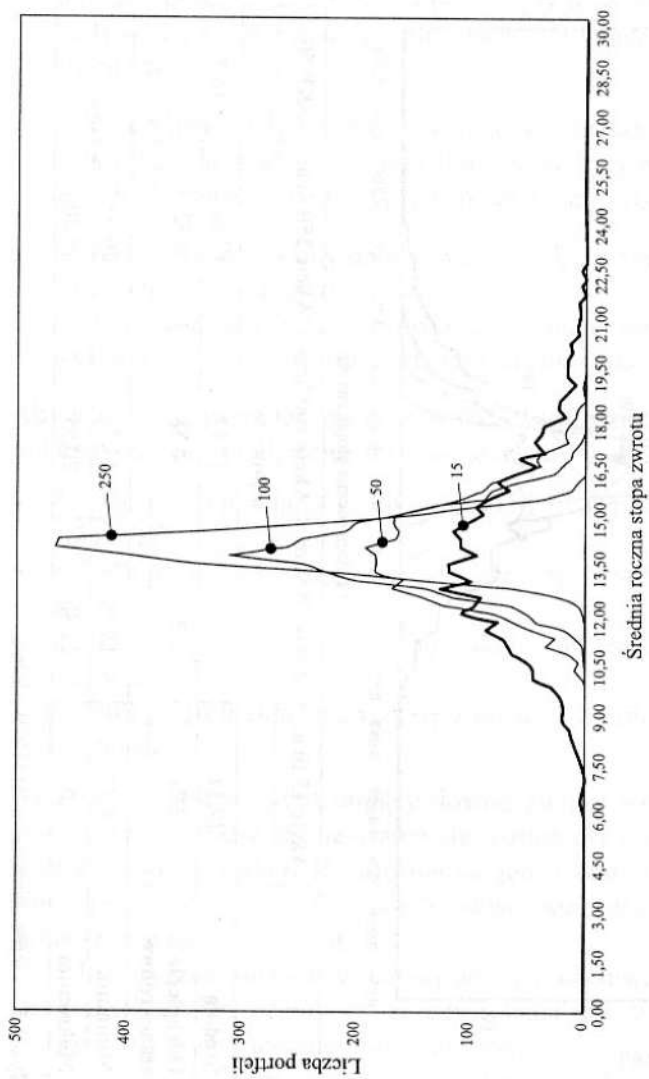
1. 3000 portfeli obejmujących akcje 250 firm,
2. 3000 portfeli obejmujących akcje 100 firm,
3. 3000 portfeli obejmujących akcje 50 firm,
4. 3000 portfeli obejmujących akcje 15 firm.

Następnie obliczyliśmy średnią roczną stopę zwrotu każdego portfela w każdej z tych grup w dwóch okresach: dziesięciu i osiemnastu lat, i wykreśliśmy wyniki przedstawione odpowiednio na rys. 3.1 i 3.2. Z kolei porównaliśmy stopę zwrotu czterech grup portfeli ze stopą zwrotu całego rynku, za który przyjęliśmy indeks cen Standard & Poor 500 (S&P 500) w tych samych okresach. Z tego wszystkiego wynikał jeden kluczowy wniosek: w każdym wypadku zmniejszenie liczby firm objętych portfelem prowadziło do zwiększenia prawdopodobieństwa uzyskania stopy zwrotu wyższej od rynkowej.

Przyjrzyjmy się temu nieco dokładniej, zaczynając od okresu dziesięciu lat (rys. 3.1). Średnia roczna stopa zwrotu wszystkich czterech grup wynosiła około 13,8 proc.; średnia S&P 500 w tym samym okresie była nieco wyższa i wynosiła 15,2 proc. Należy pamiętać o dwóch ważnych sprawach: S&P 500 jest indeksem ważonym, w którym dominują największe korporacje, a w badanym okresie akcje o wysokiej kapitalizacji cechowały się szczególnie dużą efektywnością. W naszej analizie portfele były zrównoważone, a obejmowały nie tylko akcje o wysokim stopniu kapitalizacji, ale także firmy małe i średnie. Możemy zatem powiedzieć, że cztery grupy portfeli „laboratoryjnych” przyniosły wyniki w przybliżeniu takie, jak rynek jako całość.

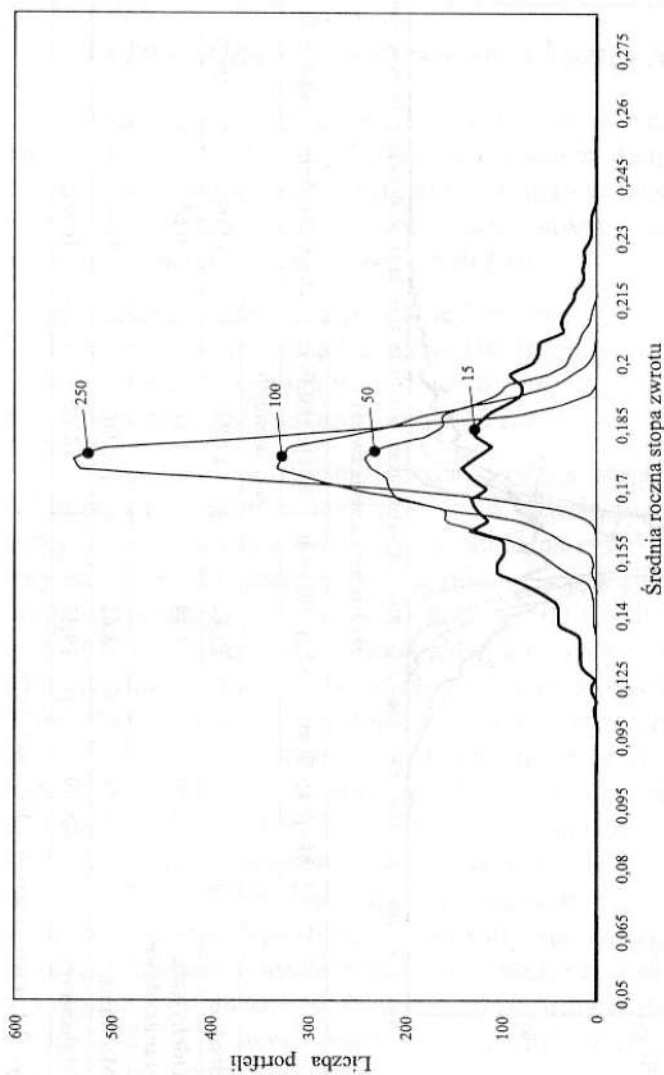
Ćwiczenie to staje się bardziej interesujące, kiedy spojrzymy na maksima i minima – najbardziej i najmniej efektywne portfele w każdej z grup. Oto uzyskane wyniki:

1. W portfelach składających się z akcji 250 firm najwyższa stopa zwrotu wynosiła 16,0 proc., a najniższa 11,4 proc.



	w procentach				
	Akcje 15 firm	Akcje 50 firm	Akcje 100 firm	Akcje 250 firm	S&P 500
Średnia	13,75	13,87	13,86	13,91	15,23
Odchylenie standardowe	2,78	1,54	1,11	0,65	
Minimum	4,41	8,62	10,02	11,47	
Maksimum	26,59	19,17	18,32	16,00	

Rys. 3.1. Okres dziesięciu lat (1987–1996)



	w procentach			
	Akcje 15 firm	Akcje 50 firm	Akcje 100 firm	Akcje 250 firm
Średnia	17,34	17,47	17,57	17,61
Odchylenie standardowe	2,21	1,26	0,88	0,52
Minimum	8,77	13,56	14,71	16,04
Maksimum	25,04	21,80	20,65	19,20
				S&P 500
				16,32

Rys. 3.2. Okres osiemnastu lat (1979–1996)

2. W portfelach składających się z akcji 100 firm najwyższa stopa zwrotu wynosiła 18,3 proc., a najniższa 10,0 proc.
3. W portfelach składających się z akcji 50 firm najwyższa stopa zwrotu wynosiła 19,1 proc., a najniższa 8,6 proc.
4. W portfelach składających się z akcji 15 firm najwyższa stopa zwrotu wynosiła 26,6 proc., a najniższa 4,4 proc. Były to w naszej analizie portfele skoncentrowane i tylko w tej grupie najwyższa stopa zwrotu była znacząco wyższa niż w S&P 500.

Wykryliśmy takie same tendencje w dłuższym okresie (osiemnastu lat) (zob. rys. 3.2). W małych portfelach maksima były wyższe, a minima niższe niż w dużych. Z wyników tych wypływały dwa nieuchronne wnioski:

1. Portfel skoncentrowany daje o wiele większą szansę na uzyskanie wyników lepszych niż rynek jako całość.
2. Portfel skoncentrowany sprawia, że istnieje też dużo większa możliwość wystąpienia wyników gorszych niż na rynku jako całości.

Aby wzmocnić pierwszy wniosek wobec wątpliwości sceptyków, po posortowaniu danych z okresu dziesięciu lat uzyskaliśmy godne uwagi dane statystyczne:

- Z 3000 portfeli składających się z akcji 15 firm 808 uzyskało wyniki lepsze niż rynek.
- Z 3000 portfeli składających się z akcji 50 firm 549 uzyskało wyniki lepsze niż rynek.
- Z 3000 portfeli składających się z akcji 100 firm 337 uzyskało wyniki lepsze niż rynek.
- Z 3000 portfeli składających się z akcji 250 firm 63 uzyskały wyniki lepsze niż rynek.

Uważam, że jest to przekonujący dowód zwiększania się prawdopodobieństwa powodzenia w miarę zmniejszania się rozmiarów portfela. W wypadku portfela składającego się z akcji 15 firm ma się jedną szansę na cztery uzyskania wyników lepszych niż rynek. Gdy portfel składa się z akcji 250 firm ma się już tylko jedną szansę na pięćdziesiąt¹⁷.

Inna ważna sprawa: w naszej analizie nie uwzględniliśmy wpływu kosztów transakcji; jest oczywiste, że gdy rotacja jest wyższa, koszty te są również wyższe. Gdybyśmy uwzględnili ponoszone koszty w naszych wykresach, roczne stopy zwrotu uległyby przesunięciu w lewo, co dodatkowo utrudniłoby uzyskanie stopy zwrotu wyższej od całego rynku.

Drugi z wymienionych wniosków po prostu podkreśla kluczowe znaczenie inteligentnego wyboru akcji. To, że superinwestorzy z Buffettville umiejętnie wybierali akcje, nie jest skutkiem przypadkowego zbiegu okoliczności. Gdyby się nie wybrało odpowiednich firm, uzyskaloby się uderzająco złe wyniki. Mo-

żemy jednak uznać, że osiągnięcie ogromnych zysków przez superinwestorów stało się możliwe dzięki ich gotowości do skoncentrowania portfeli na firmach uważanych przez nich za najlepsze, co staje się oczywiste, kiedy analizuje się portfel akcji zwykłych należący do Berkshire Hathaway.

Berkshire Hathaway

W ciągu ostatnich 33 lat (1965–1997) wartość księgową przypadająca na jedną akcję Berkshire Hathaway wzrastała średnio rocznie o 24,9 proc., co było tempem wzrostu niemal dwukrotnie wyższym niż S&P 500 (zob. tabela 3.6). Przy tym tempie wartość księgową na jedną akcję Berkshire podwajała się co 2,9 roku. Teraz już wiemy, dlaczego jest tak wielu milionerów dzięki Berkshire Hathaway. Od 33 lat ich kapitały rosły w ponadprzeciętnym tempie.

Wartość księgową jest dobrym miernikiem postępów osiąganych przez firmę z upływem czasu, jednakże wprowadza zamieszanie do naszej analizy zarządzania portfelem. Wartość księgową Berkshire obejmuje nie tylko należące do spółki akcje zwykłe, ale także jej inwestycje przynoszące stały dochód oraz przedsiębiorstwa stanowiące w całości jej własność. W danych dotyczących efektywności wartości księgowej Berkshire mieści się wartość księgową firm See's Candy Shops, Nebraska Furniture Mart, Buffalo News, Flight Safety i Scott Frazer. Co odkrywamy, gdy odrzucimy wszystkie inwestycje i przeprowadzimy odrębnie analizę portfela akcji zwykłych należących do Berkshire? Ujawnione wyniki mogą przyprawić o zawrót głowy.

Na potrzeby tej analizy wyodrębniliśmy portfel akcji zwykłych należących do Berkshire według sprawozdań rocznych z lat 1988–1997 (zob. tabela 3.7). Ograniczyliśmy się do wymienionych z nazwy podstawowych firm i pominieliśmy grupę określaną jako „inne akcje zwykłe”. Ze względu na to, że nie potrafiliśmy zidentyfikować firm zaliczających się do tej grupy i że stanowią one jedynie mały odsetek portfela akcji, uznaliśmy, że pominięcie uzyskanego z nich zwrotu w analizie nie zmieni w istotny sposób naszych ustaleń. Jeszcze jedna drobna uwaga: w sprawozdaniach Berkshire wymienia się akcje stanowiące własność spółki na koniec roku. W naszych obliczeniach założyliśmy, że stan posiadania Berkshire w danym roku się nie zmienił, a więc na początku był taki sam. Jednakże Buffett dokonywał zakupów w ciągu całego roku, a zatem założenie, że każda pozycja przynosiła w tym czasie zyski jest błędne. Jednakże wiele z nich było własnością Berkshire przez cały rok, a ponieważ analizowaliśmy okres dziesięciu lat, uznałem, że wynikające z tego rozbieżności nie mają istotnego znaczenia.

Najpierw interesowałem się stopą zwrotu podstawowego portfela akcji zwykłych należących do Berkshire w ciągu ostatnich dziesięciu lat. W tabeli 3.7 pokazano, że średnia roczna stopa zwrotu tej grupy wynosiła 29,4 proc., znacznie wyżej niż zyski S&P 500, wynoszące 18,9 proc.

Tabela 3.6. Berkshire Hathaway Inc.

Lata	Roczne zmiany procentowe	
	Wartość księgową na akcję Berkshire	S&P 500
1965	23,8	10,0
1966	20,3	-11,7
1967	11,0	30,9
1968	19,0	11,0
1969	16,2	-8,4
1970	12,0	3,9
1971	16,4	14,6
1972	21,7	18,9
1973	4,7	-14,8
1974	5,5	-26,4
1975	21,9	37,2
1976	59,3	23,6
1977	31,9	-7,4
1978	24,0	6,4
1979	35,7	18,2
1980	19,3	32,3
1981	31,4	-5,0
1982	40,0	21,4
1983	32,3	22,4
1984	13,6	6,1
1985	48,2	31,6
1986	26,1	18,6
1987	19,5	5,1
1988	20,1	16,6
1989	44,4	31,7
1990	7,4	-3,1
1991	39,6	30,5
1992	20,3	7,6
1993	14,3	10,1
1994	13,9	1,3
1995	43,1	37,6
1996	31,8	23,0
1997	34,1	33,4
Średnia stopa zwrotu	24,9	12,9
Odchylenie standardowe	13,0	16,4
Minimum	4,7	-26,4
Maksimum	59,3	37,6

Tabela 3.7. Sprawozdanie roczne Berkshire Hathaway dotyczące portfela akcji zwykłych

Lata	Stopa zwrotu z akcji zwykłych	Jednakowo ważona stopa zwrotu	Stopa zwrotu z 2 proc. wagi	Stopa zwrotu S&P 500
	w procentach			
1988	11,9	11,0	16,0	16,6
1989	53,1	38,3	32,3	31,7
1990	2,7	-9,8	-3,9	-3,1
1991	55,5	52,7	33,5	30,4
1992	24,2	31,1	11,4	7,6
1993	11,7	19,5	11,6	10,1
1994	15,3	8,0	2,6	1,3
1995	43,6	43,2	38,3	37,6
1996	37,5	29,6	24,0	23,0
1997	38,5	46,1	35,4	33,4
Średnia roczna stopa zwrotu	29,4	27,0	20,1	18,9

Większość ludzi śledzących karierę Warrena Buffetta zna jego upodobanie do Coca-Cola Company. Decyzje Buffetta dotyczące inwestowania w Coca-Colę przyniosły świetne rezultaty. W 1988 r., kiedy Buffett zaczął kupować akcje Coca-Coli, stanowiły one 20,7 proc. wartości portfela akcji zwykłych należących do Berkshire. W latach 1991–1997 udział Coca-Coli w tym portfelu wynosił od 34,2 proc. do 43 proc. (zob. tabele od A.1 do A.10 w dodatku A). Jaka zaś była efektywność Coca-Coli w latach 1988–1997? Niemal dwukrotnie wyższa od efektywności całego rynku: 34,7 proc. wobec 18,8 proc. Skoncentrowanie się na Coca-Coli okazało się dla Buffetta bardzo opłacalne. Postawił dużą stawkę na zdarzenie o wysokim prawdopodobieństwie powodzenia.

Co by się stało, gdyby Buffett nie zwiększył wagi poszczególnych pozycji, lecz utrzymywał w każdym roku jednakowe udziały poszczególnych akcji? W tym celu musiałby dla zachowania wewnętrznej równowagi portfela sprzedawać po kilka akcji w chwili, kiedy dana pozycja nadmiernie by wzrosła. Gdyby portfel Buffetta był zrównoważony, przynosiłby zyski w wysokości 27,0 proc., zaledwie o nieco ponad dwa i pół procent mniejsze niż portfel skoncentrowany.

Posuwając się w naszej analizie o jeszcze jeden, ostatni krok, założmy, że Buffett, zamiast portfela skoncentrowanego, utrzymywałby portfel bardziej zdwersyfikowany, obejmujący akcje 50 firm. Założmy ponadto, że każdy z podstawowych pakietów akcji Berkshire (wymienionych w tabelach od A.1 do A.10 w dodatku A) ma wagę 2 proc. (co oznaczałoby portfel akcji pięćdziesięciu firm) i że ten zrównoważony portfel przynosi rynkową stopę zwrotu. Chociaż taki fik-

cyjny zrównoważony portfel obejmowałby grupę akcji, które średnio nie dają wyników lepszych niż rynek jako całość, to jednak nie dawałyby też wyników gorszych. Taki fikcyjny portfel, składający się z akcji rzeczywiście stanowiących własność Berkshire oraz z akcji o stopie zwrotu takiej samej jak całego rynku, przy czym każdy pakiet miałby wagę 2 proc., cechowałby się w badanym okresie średnią roczną stopą zwrotu w wysokości 20,1 proc. – zaledwie o 1,2 proc. wyższą niż rynkowa.

Patrząc wstecz, wyraźnie widzimy, że najlepsze wyniki przyniósł skoncentrowany portfel. Równe wagi w portfelu przynosiłyby jeszcze wyniki lepsze od rynkowych, ale przewaga efektywności zmniejszyłaby się do nieco ponad trzech punktów procentowych. Fikcyjny portfel natomiast obejmujący akcje pięćdziesięciu firm, chociaż nadal przeciętnie efektywniejszy od całego rynku, miałby wyniki najslabsze, niższe o dziewięć punktów procentowych od rzeczywiście uzyskanych.

Ćwiczenie to miało na celu wykazanie, podobnie jak nasza wcześniejsza analiza portfeli akcji 15, 50, 100 i 250 firm, że portfele skoncentrowane, skupiające się na zdarzeniach o dużym prawdopodobieństwie powodzenia, przynoszą wyniki optymalne, podczas gdy dążenie do rozwodnienia portfela przez wprowadzanie do niego dodatkowych firm w bezmyślnie równych partiach zapewne obniżyłoby stopę zwrotu, zbliżając ją do rynkowej. Kiedy się skoryguje te wyniki, odejmując prowizje i koszty transakcji, zaczyna się dostrzegać, jak trudno uzyskać wyniki lepsze niż rynek przy ciągłym sprzedawaniu i kupowaniu akcji setek firm.

Stowarzyszenie płaskiej ziemi

W wystąpieniu na Columbia University w 1984 r. Warren Buffett zauważył sarkastycznie, że gdyby wszyscy zgodzili się z nim i przyjęli skoncentrowany styl inwestowania, w części zniszczyłby on własną przewagę, bo zmniejszyłaby się różnica między wartością a ceną akcji. Ale, jak szybko dodał, z doświadczenia wynika, że zapewne tak się nie zdarzy.

Buffett powiedział: „Przestało to być tajemnicą od pięćdziesięciu lat, odkąd Ben Graham i Dave Dodd napisali „Security Analysis”, a jednak nie zauważyłem żadnego pędu do inwestowania w wartość w całym okresie trzydziestu pięciu lat, kiedy to robiłem. Wydaje się, że istnieje jakaś przewrotna ludzka cecha, która powoduje, że rzeczy łatwe wydają się trudne”¹⁸.

Być może, ma rację. W ciągu następnych piętnastu lat wciąż nie było widać żadnego pędu do takiego inwestowania. Czytelnik zapewne pamięta, że do uzyskania dostatecznie wielu obserwacji potrzebnych do opracowania statystycznie uzasadnionych wniosków musieliśmy sztucznie tworzyć portfele w pracowni komputerowej.

Być może nawet, jak powiada Buffett, „wycofaliśmy się z nauczania inwestowania w wartość... Zapewne nadal tak będzie. Okręty mogą opływać kulę ziemską, ale Stowarzyszenie Płaskiej Ziemi będzie nadal istnieć. Utrzymają się rozbieżności między wartością a ceną na rynku, a ci, którzy uważnie przeczytali Grahama i Dodda, będą dzięki temu nadal odnosić korzyści”¹⁹.

¹ Benjamin Graham: „The Memoirs of the Dean of Wall Street”. Nowy Jork, McGraw-Hill 1996, s. 239.

² Z wystąpienia tego opracowano artykuł pod tym samym tytułem, zamieszczony w wydawnictwie *Hermes* Szkoły Zarządzania Columbia University (jesień 1984). Przytoczone tu sformułowania zaczerpnięto z tego artykułu.

³ Buffett: „The Superinvestors of Graham-and-Doddsville”, *Hermes*, jesień 1984. Superinwestorami, wymienionymi w tym artykule, są: Walter Schloss, który wraz z Buffettem pracował w Graham-Newman Corporation; Tom Knapp, również wywodzący się z tej samej korporacji, który później utworzył z Edem Andersonem, także zwolennikiem Grahama, spółkę Tweedy-Browne Partners; Bill Ruane, dawny student Grahama, późniejszy założyciel Sequoia Fund; współnik Buffetta, Charlie Munger; Rick Guerin z Pacific Partners; Stan Perlmeter z Perlmeter Investments.

⁴ Jess H. Chua i Richard S. Woodward: „J.M. Keynes's Investment Performances: A Note”. *The Journal of Finance*, t. XXXVIII, nr 1, marzec 1983.

⁵ Ibid.

⁶ Ibid.

⁷ Buffett: „Superinvestors”.

⁸ Ibid.

⁹ Ibid.

¹⁰ Sprawozdanie Sequoia Fund za 1996 r.

¹¹ Solveig Jansson, „GEICO Sticks to Its Last”. *Institutional Investor*, lipiec 1986, s. 130.

¹² Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1986 r., s. 15.

¹³ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1995 r., s. 10.

¹⁴ Ibid.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ Opisane tu badania są częścią większej pracy badawczej prowadzonej przeze mnie z dr Joan Lamm-Tennant, wiceprezes General Re Corporation, Stamford, Connecticut. Wyniki naszych badań przedstawiliśmy w monografii pod tytułem „Focus Investing: An Alternative to Active Management versus Indexing”.

¹⁷ Ważne jest to, że kiedy stopa zwrotu będąca podstawą pomiaru jest wyższa od mediany stopy zwrotu portfela o znacznym stopniu dywersyfikacji, to prawdopodobieństwo uzyskania wyników lepszych od podstawy pomiaru wzrasta odpowiednio do stopnia, w jakim zarządzający portfelem jest skłonny zmniejszyć liczbę spółek, których akcje wchodzi w skład tego portfela. Jeżeli stopa zwrotu będąca podstawą pomiaru jest niższa od mediany stopy zwrotu portfela o znacznym stopniu dywersyfikacji, ta zależność nie występuje. Innymi słowy, grupa skoncentrowanych portfeli w takich warunkach nie cechowałaby się wyższym prawdopodobieństwem osiągnięcia wyników lepszych od podstawy pomiaru niż grupa wysoce zdywersyfikowanych portfeli. Jednakże grupa skoncentrowanych portfeli i tak stwarza możliwości uzyskania większych zysków niż grupa znacznie zdywersyfikowanych portfeli.

¹⁸ Buffett: „Superinvestors”.

¹⁹ Ibid.

Lepszy sposób mierzenia efektywności

Skoro na cenę akcji może wywierać wpływ stado na Wall Street, skoro krańcową cenę akcji wyznacza osoba najbardziej poddająca się emocjom albo najbardziej chciwa czy najbardziej zdesperowana, to trudno dowodzić, że rynek zawsze wyznacza ceny w sposób racjonalny. Prawdę mówiąc, ceny rynkowe często nie mają sensu.

— WARREN BUFFETT

(The Superinvestors of Graham-and-Doddsville, Hermes, jesień 1984)

Jeżeli Buffett ma rację, jeżeli ceny rynkowe często nie mają sensu – to robimy niemądrze, stosując cenę jako jedyny wskaźnik efektywności. A jednak tak postępujemy. Nasz cały sektor krótkowzrocznie patrzy na ceny. Kiedy cena określonych akcji rośnie, zakładamy, że dzieje się coś dobrego i podejmujemy odpowiednie działania; kiedy ceny zaczynają spadać, zakładamy, że dzieje się coś złego i działamy odpowiednio do tej sytuacji. Jeżeli jednak ceny nie zawsze są racjonalne, to czy sami postępujemy racjonalnie, uzależniając nasze działania od ich wzrostów i spadków?

Tę dziwną sprawę znacznie pogarsza jeszcze jeden niemądry zwyczaj: oceniania efektywności cenowej w krótkich okresach. Buffett powiedziałby, że nie tylko polegamy na nieodpowiedniej mierze (cenie), ale także patrzymy na nią zbyt często i zbyt szybko podejmujemy działanie, kiedy nam się nie podoba to, co widzimy.

Ten podwójny brak rozsądku – nastawienie na ceny w krótkim okresie – jest wadliwym sposobem myślenia, a przejawia się w naszej działalności na każdym poziomie. Właśnie to powoduje, że niektórzy ludzie codziennie sprawdzają notowania akcji i dzwonią do swojego maklera tak często, że przechowują jego numer w pamięci telefonu. To dlatego inwestorzy instytucjonalni, ponoszący odpowiedzialność za miliardy dolarów, są gotowi kupować lub sprzedawać akcje pod wpływem chwili. To dlatego zarządzający funduszami powierniczymi obracają akcjami w portfelu funduszu w zawrotnym tempie – uważają, że na tym polega ich zadanie.

Zdumiewające, że ci sami menedżerowie pierwsi zachęcają swoich klientów do zachowania spokoju, kiedy sprawy zaczynają wyglądać niepewnie. Wysyłają uspokajające listy, wychwalające cnotę trzymania stałego kursu. Dlaczego nie praktykują tego, co sami głoszą?

Szczególnie łatwo można zaobserwować tę sprzeczność w zarządzaniu funduszami powierniczymi, bo działania ich menedżerów są gruntownie dokumentowane i analizowane przez prasę finansową. Ze względu na to, że dysponujemy taką wielkością informacji i że fundusze powiernicze są tak znane i zrozumiałe, uważam, że wiele możemy się dowiedzieć o głupocie pomiarów opartych na cenie, patrząc jak to funkcjonuje w funduszach powierniczych.

Podwójna miara w funduszach powierniczych

Joseph Nocera, pisząc pod koniec 1997 r. do magazynu „Fortune”, wskazał na wyraźną rozbieżność między tym, co menedżerowie funduszy powierniczych zalecali swoim akcjonariuszom – kupować i przechowywać – a tym, co sami robili z własnymi portfelami – wciąż kupowali i sprzedawali papiery wartościowe. Podbudował własne obserwacje tej podwójnej miary cytatem z Dona Phillipsa z Morningstar: „Istnieje ogromna przepaść między tym, co sektor funduszy sam robi, a tym co zaleca swoim akcjonariuszom”¹.

Powstaje oczywiste pytanie: jeżeli radzi się inwestorom mądrze kupować i przechowywać akcje, to dlaczego menedżerowie nerwowo w każdym roku kupują je i sprzedają? Według Nocery, przyczyną takiego postępowania jest fakt, że „wewnętrzna dynamika sektora funduszy, praktycznie biorąc, uniemożliwia ich menedżerom spojrzenie poza krótki okres”². Dlaczego? Bo działalność funduszy powierniczych przekształciła się w bezsensowną, krótkookresową grę o największą efektywność mierzoną wyłącznie ceną.

Występują dzisiaj silne naciski na to, żeby menedżerowie portfeli uzyskiwali zaskakująco wysokie liczby obrazujące efektywność w krótkim okresie. Na te liczby zwraca się wiele uwagi. Co trzy miesiące czołowe czasopisma, takie jak „Wall Street Journal” i „Barron’s” publikują kwartalne rankingi efektywności funduszy powierniczych. Fundusze, które wykazały się największą efektywnością w ciągu ostatnich trzech miesięcy przesuwają się na czołowe pozycje wykazu, uzyskują pochwały finansowych komentatorów telewizyjnych i prasowych, natychmiast przystępują do samochwalczej reklamy i promocji, przyciągając falę nowych depozytów. Inwestorzy czekający na wiadomość o tym, który z menedżerów funduszy ma szczęśliwą rękę, rzucają się na te rankingi. W coraz większym stopniu kwartalne rankingi efektywności są wykorzystywane do odróżnienia utalentowanych menedżerów od przeciętnych.

Ta mania efektywności cenowej w krótkich okresach, tak jaskrawo widoczna w funduszach powierniczych, nie ogranicza się do nich; dominuje w myśleniu

całego sektora. Nie jesteśmy już środowiskiem, w którym ocenia się menedżerów w długim okresie. Nawet ludzie sami zarządzający swoimi portfelami, jak być może wielu spośród Czytelników, są zarażeni niezdrowymi wpływami tego środowiska. Na wiele sposobów staliśmy się niewolnikami maszyny marketingowej, która praktycznie biorąc, gwarantuje tylko niską efektywność. Nie widać wyjścia z tego błędnego koła. Ale, jak już wiemy, istnieje sposób na zwiększenie efektywności inwestycji. Ironia polega na tym, że strategia stwarzająca największe prawdopodobieństwo osiągnięcia z czasem ponadprzeciętnych wyników wydaje się niezgodna ze sposobem, w jaki oceniamy efektywność zarówno menedżera zarządzającego funduszem powierniczym, jak i naszą własną.

Żółw i zajac

V. Eugene Shahan, absolwent Szkoły Zarządzania Columbia University i menedżer zarządzający portfelem w U.S. Trust, napisał w 1986 r. artykuł nawiązujący do „Superinwestorów z Graham-and-Doddsville” Buffetta. W tym artykule, zatytułowanym „Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive?” (Czy efektywność w krótkim okresie i inwestowanie w wartość wzajemnie się wykluczają?), Shahan zajął się tym samym pytaniem, które tu zadajemy: w jakim stopniu należy uznać za zasadny pomiar umiejętności menedżera finansowego oparty na efektywności w krótkim okresie?

Zauważył, że z wyjątkiem samego Buffetta, wielu spośród ludzi niewątpliwie skutecznych, określonych przez Buffetta jako superinwestorzy, przeżywało okresy niedostatecznej efektywności krótkookresowej. Nawiązując do bajki o żółwiu i zającu w wersji dotyczącej zarządzania finansami, Shahan zauważył: „Być może, jedną z ironii losu jest to, że inwestorzy zajmujący się głównie efektywnością krótkookresową mogą ją z powodzeniem osiągnąć, jednakże kosztem wyników w długim okresie. Historię wybitnych osiągnięć superinwestorów z Graham-and-Doddsville zestawiono bez zwracania uwagi na ich efektywność w krótkim okresie”³. Wskazał, że w dzisiejszym wyścigu do efektywności funduszy powierniczych pominięto by wielu spośród superinwestorów z Graham-and-Doddsville.

To samo odnosi się do superinwestorów z Buffettville, pięciu inwestorów skoncentrowanych, których poznaliśmy w rozdziale 3. Z tabeli 4.1 wynika, że przeżywali kilka trudnych okresów. Jedynie Buffett także i tu wyszedł bez szwanku z wyścigu do efektywności.

John Maynard Keynes, zarządzający przez osiemnaście lat funduszem King’s College, przez jedną trzecią tego okresu uzyskiwał wyniki słabsze niż rynek. W ciągu pierwszych trzech lat zarządzania przez niego tym funduszem jego wyniki były gorsze od wyników rynkowych o 18 punktów procentowych (zob. tabela 4.3).

Tabela 4.1. Superinwestorzy z Buffettville

	Liczba lat wysokiej efektywności	Liczba lat niskiej efektywności	Lata niskiej efektywności w stosunku do całego okresu w procentach
Keynes	18	6	33
Buffett	13	0	0
Munger	14	5	36
Ruane	27	10	37
Simpson	17	4	24

Tabela 4.2. Superinwestorzy z Buffettville

	Liczba kolejnych lat efektywności niższej od S&P 500
Keynes	3
Buffett	0
Munger	3
Ruane	4
Simpson	1

Tabela 4.3. Superinwestorzy z Buffettville

	Najslabsza efektywność względna w okresie niskiej efektywności w procentach
Keynes	-18
Buffett	nie dotyczy
Munger	-37
Ruane	-36
Simpson	-15

Podobna była historia Sequoia Fund, który uzyskiwał wyniki słabsze niż rynek przez 37 proc. czasu objętego analizą (zob. tabela 4.1). Podobnie jak Keynes, Ruane przeżywał trudny okres dorastania. „W trakcie tych lat okresowo zasługiwaliśmy na tytuł królów niskiej efektywności. W połowie lat siedemdziesiątych mieliśmy niejasną wizję Sequoia Fund i poddani byliśmy niemal chińskiej torturze wodnej, uzyskując wyniki słabsze od S&P przez cztery kolejne lata”. Na koniec 1974 r. Sequoia Fund miał wyniki o całe 36 punktów procentowych poniżej rynku. „Chowaliśmy się pod biurkami, nie podnosiliśmy telefonów i zastanawialiśmy się, czy burza przejdzie”⁴. Burza przeszła. Na koniec

1976 r. Sequoia Fund wyprzedzał rynek o 50 proc. w całym okresie obejmującym 5,5 roku, a do 1978 r. zwiększył wartość o 220 proc. w porównaniu z 60 proc. osiągniętymi przez S&P 500.

Nawet Charliemu Mungerowi nie udało się uniknąć nieuchronnych wybojów w trakcie inwestowania w wartość. W ciągu 14 lat Charlie uzyskiwał słabsze wyniki przez 36 proc. tego okresu. Podobnie jak inni inwestorzy skoncentrowani, miał dłuższą złą passę. W latach 1972–1974 osiągał wyniki słabsze od rynku o 37 punktów procentowych. W trakcie siedemnastu lat Lou Simpson osiągał wyniki słabsze w czterech latach, czyli przez 24 proc. całego okresu. Jego najgorsza efektywność względna wystąpiła w roku, w którym miał wyniki o 15 punktów procentowych gorsze niż rynek.

Nawiasem mówiąc, zaobserwowaliśmy takie same tendencje w trakcie analizy naszych skoncentrowanych portfeli laboratoryjnych (zob. tabela 4.4). Z 3000 portfeli składających się z akcji 15 firm, 808 osiągało w okresie 10 lat (1987–1996) wyniki lepsze niż rynek. Jednakże z tych 808 wygrywających aż 97 proc. przeżywało jakiś okres słabej efektywności – czterech, pięciu, sześciu, a nawet siedmiu lat spośród tych dziesięciu.

Tabela 4.4. Portfele skoncentrowane (akcje 15 firm) – dane dziesięcioletnie (1987–1996)

Liczba lat efektywności wyższej-niższej od S&P 500	Liczba portfeli	Procent ogółu
10-0	0	0,00
9-1	1	0,12
8-2	20	2,48
7-3	128	15,84
6-4	272	33,66
5-5	261	32,30
4-6	105	13,00
3-7	21	2,60
2-8	0	0,00
1-9	0	0,00
0-10	0	0,00

Jaki, zdaniem Czytelnika, los spotkałby Keynesa, Mungera, Simpsona i Ruane'a, gdyby byli początkującymi menedżerami, rozpoczynającymi karierę w dzisiejszym środowisku, w którym bierze się pod uwagę jedynie efektywność osiągniętą w ciągu jednego roku? Zapewne zostaliby wyrzuceni z pracy, z ogromną stratą dla ich klientów. Jednakże argumentując, że strategia koncentracji niekiedy oznacza konieczność przetrzymania kilku słabszych lat, natrafia-

my na bardzo istotny problem. Jak możemy się dowiedzieć, stosując efektywność cenową jako jedyną miarę, czy mamy do czynienia z błyskotliwym menedżerem, który przeżywa kiepski rok (albo nawet kiepskie trzy lata), ale osiągnie dobre wyniki w dłuższym okresie, czy też z takim, który rozpoczyna długą serię kiepskich lat? Otóż nie ma na to sposobu, mimo podejmowanych przez nas wysiłków.

Teoretycy i badacze poświęcili wiele wysiłków na ustalenie, którzy menedżerowie finansowi i jakie strategie mają największą szansę na uzyskanie w dłuższym okresie wyników lepszych niż rynek. W ostatnich kilku latach w prestiżowym „Journal of Finance” opublikowano kilka artykułów opartych na badaniach prowadzonych przez wybitnych profesorów uniwersyteckich, którzy zadawali to samo pytanie: czy występuje jakaś prawidłowość w efektywności funduszy powierniczych? Profesorowie ci wspólnie poświęcili temu problemowi swoją wiedzę i przeanalizowali wiele danych, ale ich ustalenia nie przyniosły pełnej odpowiedzi.

Z tych badań cztery dotyczyły tego, co teoretycy nazywają „trwałością” (*persistence*), to znaczy tendencji wybierania przez inwestorów funduszy o najlepszych wynikach uzyskanych w niedawnej przeszłości, a to ze względu na ich przekonanie, że historia wyników uzyskanych przez menedżera funduszu jest zapowiedzią jego efektywności w przyszłości. To stwarza pewnego rodzaju mechanizm samonapędzający, w którego wyniku pieniądze są przeznaczane w tym roku na fundusz najlepszy w poprzednich kilku latach. Kiedy mechanizm ten oceniamy w skali poszczególnych lat (wybieranie funduszu, który wygra w następnym roku, zakupując fundusz, który wygrał w roku poprzednim), mówimy o zjawisku „szczęśliwej ręki”. Sprowadza się to do próby przewidywania, które fundusze osiągną dobre wyniki w najbliższej przyszłości, na podstawie obserwacji tego, co uzyskały w roku poprzednim. Czy to się da zrobić? To właśnie chciano ustalić dzięki tym badaniom.

W dwóch odrębnych badaniach Mark Carhart ze Szkoły Zarządzania University of Southern California oraz Burton Malkiel z Princeton University nie zdołali wykryć jakiegokolwiek znaczącej korelacji między efektywnością w przeszłości i w przyszłości⁵. W trakcie trzeciego badania trzech profesorowie ze Szkoły Administracji Państwowej im. Johna F. Kennedy’ego Harvard University (Darryll Hendricks, Jayendu Patel i Richard Zeckhauser) na podstawie danych z piętnastu lat doszli do wniosku, że nie istnieje żadna gwarancja, iż w wyniku zakupu uczestnictwa w funduszu dzisiejszego menedżera o „szczęśliwej ręce” uzyska się dobre wyniki w roku następnym⁶. Stephen Brown ze Szkoły Zarządzania im. Leonarda Sterna New York University i William Goetzmann ze Szkoły Zarządzania Yale University doszli do wniosku, że trwałość jest w dużym stopniu wynikiem podobieństwa strategii. Innymi słowy, w każdej grupie menedżerów o „szczęśliwej ręce” prawdopodobnie znajdziemy kilku stosujących taką samą strategię⁷.

Teoretycy ci niezależnie doszli do tego samego wniosku: nie ma informacji ułatwiających inwestorom wyszukanie zarządców funduszy, którzy osiągną najlepsze wyniki w roku następnym. Przeskakiwanie z jednego „gorącego funduszu” na inny w niczym nie pomaga inwestorom zwiększyć wartości netto ich majątku, jeżeli przez „gorący fundusz” rozumie się taki, który osiąga dużą efektywność cenową.

Możemy sobie wyobrazić, jakie wnioski Warren Buffett mógłby wyciągnąć z tych naukowych badań. Morał dla niego jest jasny: musimy przestać upierać się przy cenie jako jedynym mierniku i pozbyć się szkodliwego nawyku wydawania sądów na podstawie wyników z krótkich okresów.

Jeżeli jednak cena nie jest najlepszym miernikiem, to co powinniśmy stosować zamiast niej? „Nie” nie jest dobrą odpowiedzią. Nawet stratedzy zalecający kupowanie i przetrzymywanie akcji nie namawiają nas do zamykania oczu. Musimy znaleźć inny przyrząd do pomiaru efektywności. Na szczęście, taki przyrząd istnieje i jest podstawą stosowanego przez Buffetta sposobu mierzenia własnej efektywności i efektywności jego jednostek gospodarczych w Berkshire Hathaway.

Alternatywne mierniki efektywności

Warren Buffett powiedział kiedyś: „Nie zmartwiłoby mnie zamknięcie giełdy na rok lub dwa. W końcu zamyka się ją na każdą sobotę i niedzielę, a jakoś mi to jeszcze nie przeszkadzało”⁸. Jak powiedział Buffett, jest prawdą, że „aktywny rynek jest pożyteczny, bo okresowo stwarza okazje, na których widok cieknie ślinka. Jednakże w żadnym wypadku nie jest nieodzowny”⁹.

Aby w pełni docenić to stwierdzenie, powinno się starannie przemyśleć to, co Buffett powiedział w dalszym ciągu. „Długotrwałe zawieszenie obrotów posiadanymi przez nas papierami wartościowymi nie zmartwiłoby nas bardziej niż brak codziennych notowań World Book albo Fechheimera (dwie filie Berkshire Hathaway). Z czasem o naszym ekonomicznym losie zadecyduje ekonomiczny los należących do nas przedsiębiorstw, niezależnie od tego, czy są one naszą własnością częściowo [w postaci akcji] czy całkowicie”¹⁰.

Gdybyś był właścicielem przedsiębiorstwa, a nie byłoby codziennych notowań, za pomocą których można by mierzyć efektywność, w jaki sposób oceniałbyś osiągnany postęp? Zapewne mierzyłbyś wzrost zysków albo marż operacyjnych, lub zmniejszenie nakładów kapitałowych. Po prostu efekty ekonomiczne Twojego przedsiębiorstwa wyznaczałyby wzrost lub spadek jego wartości. Zdaniem Buffetta papierek lakmusowy do mierzenia efektywności firmy nienotowanej na giełdzie niczym się nie różni od stosowanego do pomiaru efektywności firmy tam notowanej.

Buffett wyjaśnia: „Charlie i ja dowiadujemy się o tym, czy nasze inwestycje były skuteczne, z ich wyników operacyjnych – a nie z ich dziennych, czy

nawet rocznych notowań. Rynek może przez jakiś czas lekceważyć skuteczną działalność firmy, ale z czasem ją potwierdzi”¹¹.

Czy jednak możemy liczyć na to, że rynek nas wynagrodzi za ekonomicznie trafny wybór firm? Czy możemy wyznaczyć dostatecznie silną korelację między zyskami z operacji firmy a przyszłą ceną jej akcji? Odpowiedź brzmi „tak”, jeżeli przyjmujemy odpowiedni horyzont czasu.

Wykorzystując naszą laboratoryjną grupę 1200 firm, możemy łatwo dostrzec związek między zyskiem a ceną akcji w różnych okresach (pełne szczegóły tej korelacji przedstawiamy w tabelach od B.1 do B.5 dodatku B na s. 177–179). Widzimy, że korelacja jest tym silniejsza, im dłuższy okres:

- Jeżeli akcje przechowano przez trzy lata, współczynnik korelacji wynosił od 0,131 do 0,360. (Korelacja o współczynniku 0,360 oznacza, że 36 proc. zmienności cen wynikało ze zmienności zysków).
- Jeżeli akcje przechowano przez pięć lat, współczynnik korelacji wynosił od 0,374 do 0,599.
- Przy dziesięcioletnim okresie przechowywania akcji przedział współczynnika korelacji wynosił od 0,593 do 0,695.
- Przez cały osiemnastoletni okres korelacja między zyskiem a ceną akcji wynosiła 0,688 – co oznacza znaczącą zależność.

Potwierdza to tezę Buffetta, że w dostatecznie długim okresie silne przedsiębiorstwo uzyska w końcu wysoką cenę. Buffett ostrzega jednak, że przełożenie zysku na cenę akcji jest zarazem „nierówne” i „nieprzewidywalne”. Choć związek między zyskiem a ceną z czasem się wzmacnia, nie zawsze może służyć za prognostyk. Buffett mówi: „Wprawdzie w długich okresach wartość rynkowa dość dobrze odtwarza wartość przedsiębiorstwa, to jednak w dowolnym roku zależność ta może się wahać w sposób kapryśny”¹². Sześćdziesiąt pięć lat temu tego samego uczył nas Ben Graham: „W krótkim okresie rynek jest maszynką do głosowania, a w długim jest wagą”¹³.

Jest jasne, że Buffettowi nie spieszy się, aby rynek potwierdził to, co on już uważa za prawdziwe. Mówi: „Ponadto nie ma znaczenia szybkość, z jaką uzna się powodzenie przedsiębiorstwa, jeżeli rzeczywistość jego wartość wzrasta w zadowalającym tempie. Prawdę mówiąc, spóźnione jego dostrzeżenie może być korzystne: może nam umożliwić kupno po niskiej cenie dodatkowych partii czegoś dobrego”¹⁴.

Przejrzyste dochody

Aby ułatwić akcjonariuszom docenienie wartości dużych nakładów ponoszonych przez Berkshire Hathaway na inwestowanie w akcje zwykłe, Buffett posługuje się określeniem „przejrzyste dochody”. W wypadku Berkshire Hatha-

way obejmują one zyski z operacji przedsiębiorstw należących do korporacji (jej filii), zyski niepodzielone z jej dużych inwestycji w akcje zwykłe oraz odpis na podatki, które Berkshire musiałaby zapłacić, gdyby zyski niepodzielone zostały wypłacone w postaci dywidendy.

Zyski niepodzielone są tą częścią rocznych zysków przedsiębiorstwa, której nie wypłaca się akcjonariuszom w postaci dywidendy, ale reinwestuje w firmę. Z biegiem lat niepodzielona część zysków Berkshire z jej dużego portfela akcji zwykłych, między innymi Coca-Coli, Federal Home Loan Mortgage („Freddie Mac”), Gillette, The Washington Post Company i innych, była duża; w 1997 r. jej suma wynosiła 743 mln USD. Otóż według ogólnie przyjętych zasad księgowości, Berkshire nie wolno obejmować niepodzielonego zysku w sprawozdaniu z zysków i strat, chociaż, jak wskazuje Buffett, niepodzielony zysk ma oczywistą wartość.

Koncepcja przejrzystych dochodów została pierwotnie opracowana dla akcjonariuszy Berkshire, ale jest też ważna dla inwestorów skoncentrowanych, którzy poszukują sposobu na poznanie wartości swego portfela, kiedy, jak się to od czasu do czasu zdarza, cena akcji traci związek z ekonomiką firmy. Buffett powiada: „Celem każdego inwestora powinno być stworzenie portfela (czyli w efekcie »firmy«), który zapewni mu możliwie najwyższe dochody przejrzyste w ciągu mniej więcej dziesięciu lat”¹⁵.

Według Buffetta, od 1965 r. (w którym przejął kontrolę nad Berkshire Hathaway) przejrzyste dochody firmy wzrastały w tempie niemal identycznym jak rynkowa wartość należących do niej papierów wartościowych. Jednakże wzrost ten nie zawsze następował jednakowo. Było wiele okresów, w których dochody wyprzedzały ceny (kiedy słynny „pan Rynek”, według sformułowania Bena Grahama, ulegał nieuzasadnionej depresji). Kiedy indziej ceny znacznie wyprzedzały dochody (kiedy „pan Rynek” przeżywał niepohamowany entuzjazm). Należy pamiętać, że zależność ta obowiązuje w dłuższym okresie. Buffett doradza: „Tego rodzaju podejście zmusi inwestora do myślenia o ekonomicznych perspektywach przedsiębiorstwa w długim okresie zamiast o rynkowych perspektywach w okresie krótkim. Jest to sposób myślenia, który zapewne doprowadzi do lepszych wyników”¹⁶.

Miara stosowana przez Buffetta

Kiedy Buffett rozważa nową inwestycję, najpierw patrzy na to, co już ma, żeby sprawdzić, czy nowy zakup będzie od tego lepszy. To, co dzisiaj należy do Berkshire, jest ekonomiczną miarą wykorzystywaną do oceny ewentualnych nabytków. Charlie Munger podkreśla: „To, co mówi Buffett, jest bardzo przydatne dla każdego inwestora. Z punktu widzenia zwykłego człowieka stosowaną przez niego miarą powinno być najlepsze z tego, co już ma”. To, co się dzieje

dalej, jest jednym z kluczowych, ale na ogół niedostrzeganym sekretem zwiększenia wartości portfela. „Jeżeli ta nowość [której zakup rozważasz] nie jest lepsza od tego, o czym wiesz, że już jest dostępne, to nie spełnia ona warunku progowego. To eliminuje 99 proc. tego, co widzisz”¹⁷.

Masz już zatem do dyspozycji miarę ekonomiczną w postaci tego, co już jest Twoją własnością. Możesz zdefiniować Twoją osobistą miarę ekonomiczną na kilka różnych sposobów: na przykład w postaci przejrzystych dochodów, stopy zwrotu kapitału własnego albo marginesu bezpieczeństwa. Kiedy kupujesz lub sprzedajesz firmę w Twoim portfelu, to albo podwyższasz, albo obniżasz Twoją miarę ekonomiczną. Zadaniem menedżera portfela, który jest właścicielem papierów wartościowych w długim okresie i który uważa, że ceny papierów wartościowych w przyszłości będą odpowiadać z czasem ekonomicznie przedsiębiorstw – jest znaleźć sposoby podwyższania tej miary. Munger wskazuje: „Prowadzi to do ogromnej oszczędności w myśleniu, ogólnie biorąc jednak, nie uczy się tego w szkołach zarządzania”¹⁸.

Jeżeli się przez chwilę zastanowimy, to dojdziemy do wniosku, że S&P 500 jest taką miarą. Obejmuje 500 firm, z których każda ma własną stopę zysku. Aby uzyskać z czasem wyniki lepsze niż S&P 500 – czyli podnieść miarę – musimy zebrać akcje i zarządzać portfelem przedsiębiorstw o ekonomicznie lepszej od średniej ważonej ekonomiki firm objętych indeksem. Proces zarządzania takim portfelem jest właśnie przedmiotem tej książki.

Tom Murphy, który kierował Capital Cities/ABC przed fuzją z Walt Disney Company, doskonale rozumiał miary ekonomiczne. W skład Capital Cities wchodziła grupa przedsiębiorstw medialnych, które na łącznej podstawie ważonej zapewniały akcjonariuszom ekonomiczny dochód. Murphy rozumiał, że do zwiększenia wartości Capital Cities musiał wyszukiwać firmy, które zwiększałyby wartość istniejącej miary. Murphy powiedział kiedyś: „Zadaniem menedżera nie jest znajdowanie sposobów na wydłużenie pociągu, ale wyszukiwanie sposobów na przyspieszenie jego biegu”¹⁹.

Nie powinna Cię uśpić myśl, że możliwość okresowego uzyskiwania przez portfel skoncentrowany wyników słabszych pod względem cen niż cały rynek papierów wartościowych zwalnia Cię z obowiązku ciągłego przeprowadzania analizy efektywności. Stosując miary ekonomiczne, będziesz musiał, niezależnie od kaprysów rynku, nadal bronić swojego wyboru. To prawda, że skoncentrowany menedżer nie powinien stać się niewolnikiem fanaberii rynku, ale powinien zawsze bacznie zwracać uwagę na wszelkie zmiany ekonomicznej sytuacji przedsiębiorstw wchodzących w skład Twojego portfela.

W końcu jeżeli skoncentrowany menedżer nie zna sytuacji ekonomicznej swojego portfela, jest mało prawdopodobne, że „pan Rynek” (z którym znowu się spotkamy w rozdziale 7) będzie miał jakąkolwiek okazję do nagrodzenia dokonanego przez niego wyboru.

Dwa dobre argumenty na rzecz leniwych ruchów

Inwestowanie skoncentrowane jest z konieczności długookresowe. Gdybyśmy mieli zapytać Buffetta, co uznałby za idealny okres przechowywania akcji, odpowiedziałby „na zawsze” – jak długo firma charakteryzuje się ponadprzeciętną sytuacją ekonomiczną, a jej kierownictwo w racjonalny sposób wykorzystuje zyski. Wyjaśnia: „Uważamy beczynność za inteligentne zachowanie. Ani nam, ani większości menedżerów nie śniłoby się nerwowo sprzedawać wysoce dochodowe firmy ze względu na przewidywane niewielkie ruchy w stopie dyskontowej Rezerwy Federalnej albo dlatego, że jakiś mędrzec z Wall Street zmienił swoje zdanie o rynku. Dlaczego zatem mielibyśmy inaczej się zachowywać odnośnie do naszych mniejszościowych pakietów akcji znakomitych przedsiębiorstw?”²⁰

Kiedy się jest właścicielem marnej firmy, trzeba przeprowadzić rotację, bo bez niej ma się do czynienia z ekonomiką przedsiębiorstwa gorszego niż przeciętne. Jeżeli się jednak jest właścicielem wyróżniającej się firmy, ostatnią rzeczą, jaką się chce zrobić, jest jej sprzedaż. Buffett wyjaśnia: „Przy poprawnej realizacji, strategia inwestycyjna [niskiej rotacji] często prowadzi do tego, że ten, kto ją stosuje, ma kilka papierów wartościowych, składających się na dużą część jego portfela. Inwestor taki uzyskalby podobne wyniki, gdyby stosował politykę zakupu, powiedzmy, 20 proc. przyszłych dochodów pewnej liczby wyróżniających się gwiazd koszykówki uniwersyteckiej. Kilku z nich doszłoby do roli gwiazd w NBA, a dochody otrzymane dzięki nim zdominowałyby strumień honorariów uzyskanych przez inwestora. Zalecenie, żeby inwestor sprzedawał części swoich najskuteczniejszych inwestycji po prostu dlatego, że zdominowały jego portfel, byłoby podobne do zalecenia sprzedaży przez Chicago Bulls Michaela Jordana, bo nabrał tak wielkiego znaczenia dla drużyny”²¹.

Takie „leniwe” zarządzanie portfelem może się wydawać dziwaczne tym, którzy przyzwyczaili się do aktywnego kupowania i sprzedawania akcji w sposób ciągły, ale przynosi dwie ważne korzyści ekonomiczne, poza doprowadzaniem do wzrostu kapitału w ponadprzeciętnym tempie:

1. Przyczynia się do obniżenia kosztów transakcji.
2. Zwiększa zyski po opodatkowaniu.

Każda z tych korzyści jest bardzo cenna z osobna; łącznie są ogromne.

Obniżone koszty transakcji

Wskaźniki rotacji funduszy powierniczych wynoszą średnio od 100 do 200 proc. w skali roku. Wskaźnik rotacji opisuje aktywność portfela. Jeżeli na przykład menedżer zarządzający portfelem raz w roku sprzedaje i odkupuje wszystkie akcje portfela albo dwa razy w roku ich połowę, wskaźnik rotacji

wynosi 100 proc. Przy dwukrotnej sprzedaży i zakupie wszystkich akcji w portfelu wskaźnik rotacji wynosi 200 proc. Jeżeli jednak menedżer sprzedaje i kupuje jedynie 10 proc. akcji portfela (co wskazuje na dziesięcioletni okres ich przechowywania), wskaźnik rotacji wynosi zaledwie 10 proc.

„Morningstar”, zlokalizowana w Chicago jednostka analizująca fundusze powiernicze, ustalił, że fundusze o niskich wskaźnikach rotacji uzyskiwały większe dochody niż fundusze o wskaźnikach wysokich. Z badania Morningstar wynikało, że w okresie dziesięcioletnim fundusze o wskaźniku rotacji niższym niż 20 proc. zdołały osiągnąć dochody o 14 proc. wyższe niż fundusze o wskaźniku rotacji przekraczającym 100 proc.²²

Jest to jedna ze zdroworozsądkowych cech dynamiki dochodów, tak oczywista, że łatwo można ją przeoczyć. Wysoka rotacja pociąga za sobą konieczność częstego zawierania transakcji, co zwiększa koszty usług maklerskich ponoszone przez fundusz i obniża jego zyski netto.

Dochody po opodatkowaniu

Fundusze o niskich wskaźnikach rotacji mają jeszcze inną ważną zaletę: pozytywny skutek odłożenia w czasie opodatkowania zysków kapitałowych. Jak na ironię, rotacja, która ma zwiększać zyski uczestników funduszu, zwiększa też ich zobowiązania podatkowe. Kiedy menedżer sprzedaje akcje jednej firmy i kupuje akcje drugiej, robi to po to, by zwiększyć dochody funduszu. Ale sprzedaż akcji oznacza realizację zysków kapitałowych, tak więc każdy nowy zestaw akcji powinien zapewnić dochód przekraczający podatek od zysków kapitałowych, związany z akcjami, które ma zastąpić.

Jeżeli jest się właścicielem indywidualnego rachunku w funduszu emerytalnym, nie płaci się podatków od jego dochodów lub wzrostu wartości, ale jeżeli jest się uczestnikiem funduszu powierniczego na własny rachunek, wszelkie zrealizowane zyski kapitałowe wygenerowane w funduszu są przekazywane uczestnikom, przez co powstaje dla nich zobowiązanie podatkowe. Im więcej akcji fundusz sprzedaje, tym zobowiązanie to może być wyższe.

Kiedy uczestnik zapłaci już podatki od zrealizowanych zysków, dochody netto mogą się okazać znacznie niższe od wielkości przeciętnych, jeżeli nawet obliczona na koniec roku efektywność funduszu powierniczego wykazuje konkurencyjne zyski. Znający się na rzeczy uczestnicy aktywnie zarządzanego funduszu zaczynają się pytać, czy ich dochody są na tyle wysokie, żeby po zapłaceniu należnych podatków jeszcze przynosiły zysk większy niż fundusze indeksowe, które ze swojej istoty są dla inwestora bardzo korzystne z punktu widzenia opodatkowania.

Pomijając rachunki niepodlegające opodatkowaniu, podatki są największym obciążeniem finansowym inwestorów. Są wyższe od prowizji maklerskich i często wyższe od kosztów prowadzenia funduszu. W istocie to one głównie są przyczyną

powstawania niskich dochodów z funduszy. „To jest zła wiadomość” – piszą Robert Jeffrey i Robert Arnott, autorzy artykułu „Is Your Alpha Big Enough to Cover Its Taxes?” (Czy twój wskaźnik alfa jest dostatecznie duży, żeby pokryć opodatkowanie?). Ukazał on się w prestiżowym „Journal of Portfolio Management” i wywołał szeroką dyskusję w świecie inwestycji. A dalej: „Dobra wiadomość polega na tym, że istnieją strategie obrotu akcjami, dzięki którym można zminimalizować takie pomijane z reguły konsekwencje podatkowe”²³.

Można powiedzieć krótko, że kluczowa strategia wiąże się z ogromną wartością niezrealizowanych dochodów, czego się często nie dostrzega. Kiedy rośnie cena jakiejś akcji, ale się jej nie sprzedaje, wzrost jej wartości jest korzyścią niezrealizowaną. Nie ma żadnego zobowiązania podatkowego z tytułu zysków kapitałowych do czasu sprzedaży akcji. Jeżeli pozostawia się te dochody w spokoju, przyrost wartości następuje w szybszym tempie.

Inwestorzy w ogóle nazbyt często nie doceniają ogromnej wartości niezrealizowanych zysków, które Buffett nazywa „nieoprocentowaną pożyczką udzieloną przez Skarb Państwa”. Aby wyjaśnić, o co mu chodzi, proponuje, żebyśmy wyobrazili sobie, co się stanie, kiedy zainwestujemy 1 dolara w coś, czego wartość co roku ulega podwojeniu. Jeżeli to sprzedamy po roku, zysk netto wyniesie 0,66 USD (zakładając, że płacimy podatek w wysokości 34 proc.). W drugim roku inwestujemy 1,66 USD, uzyskując dwukrotnie więcej na koniec roku. Jeżeli przedmiot inwestycji co roku podwoi swoją wartość, a my co roku dokonamy sprzedaży, zapłacimy podatek i ponownie zainwestujemy pozostałość, po dwudziestu latach będziemy mieli zysk netto w wysokości 25 200 USD, po zapłaceniu podatków wynoszących 13 000 USD. Jeżeli jednak zainwestujemy 1 USD w coś, co każdego roku podwaja wartość, i niczego nie sprzedamy przed upływem 20 lat, to nasz zysk, po zapłaceniu 356 000 USD podatków, wyniesie 692 000 USD.

Zdumiewający skutek składanego zysku

Zacznij od zainwestowania 1 USD w coś, co każdego roku podwaja swą wartość.

1. Sprzedaj to na koniec roku, zapłać podatek i zainwestuj pozostałość.
Powtarzaj to co roku przez 20 lat.
Będziesz miał 25 200 USD zysku po opodatkowaniu.

Albo

2. Nie sprzedawaj niczego.
Po dwudziestu latach będziesz miał 692 000 USD zysku po opodatkowaniu.

Chłodne spojrzenie na liczby pozwala na dokonanie paru obserwacji. Osiąga się znacznie większy składowy dochód, jeżeli nie realizuje się zysków co roku, lecz pozostawia nienaruszone przez kolejne lata. Jednocześnie jednak kwota podatku na koniec całego okresu przetrzymywania zysków będzie porażająco duża. Może to być jedną z przyczyn powodujących, że ludzie instynktownie wolą realizować zyski co roku, panując w ten sposób nad wysokością podatków. Nie dostrzegają jednak, że tracą ogromną część swych dochodów.

Przygotowując swój artykuł, Jeffrey i Arnott obliczyli, od jakiego punktu rotacja zaczyna ujemnie wpływać na portfel. Odpowiedź jest sprzeczna z intuicją. Okazało się, że portfel ponosi w wyniku opodatkowania największe straty na początku rotacji. Maleją one w miarę jej wzrostu. Jeffrey i Arnott piszą: „Według obiegowej mądrości, rotacja rzędu 1 do 25 proc. jest uważana za niską i bez znaczenia, powyżej zaś 50 proc. za wysoką i przypuszczalnie prowadzącą do poważnych konsekwencji; w rzeczywistości jest jednak odwrotnie”²⁴.

Z badań Jeffrey'a i Arnotta wynika, że przy wskaźniku rotacji wynoszącym 35 proc. portfel jest obciążony podatkami w wysokości 80 proc. tego, co należałoby zapłacić, gdyby wskaźnik rotacji wynosił 100 proc. Wyprowadzają z tego wniosek, że należy bardziej zwracać uwagę na wskaźniki rotacji w niższym przedziale niż w wyższym. Aby osiągać wysokie zyski po opodatkowaniu, inwestorzy powinni utrzymywać roczne wskaźniki rotacji portfela w granicach od 0 do 20 proc.

Jakie strategie są najlepsze do utrzymania niskiego wskaźnika rotacji? Jedną z możliwości jest pasywny fundusz indeksowy o niskiej rotacji. Inną jest portfel skoncentrowany. Jeffrey i Arnott mówią: „To brzmi, jak porada przedmałżeńska, a mianowicie, że powinno się dążyć do zbudowania portfela, z którym będzie się żyć bardzo długo”²⁵.

Charlie Munger wyjaśnia: „W zarządzaniu inwestycjami wszyscy dzisiaj chcą nie tylko wygrać, ale także utrzymywać się na ścieżce rocznych wyników, która niewiele się różni od ścieżki standardowej, a jeżeli się różni, to na lepsze”. Otóż zdaniem Charliego „z punktu widzenia racjonalnego konsumenta cały system jest zwariowany i kieruje wielu utalentowanych ludzi do społecznie nieprzydatnej działalności”²⁶. Zarządzający portfelami odpowiadają na to: „Musimy tak się zachowywać. W taki sposób nas oceniają”.

Menedżerowie ci są dzisiaj ograniczani przez efektywność względną. Peter Bernstein wyjaśnia: „W grze o efektywność względną ryzyko portfela nie zależy już od tego, jakie akcje wchodzi w jego skład. Większe ryzyko wiąże się ze znacznie większą liczbą akcji, których w portfelu brakuje. Odczuwa się brak ich wszystkich”²⁷. Zarządzającym portfelami grozi utrata klientów i obrażanie się ich doradców, jeżeli efektywność zarządzanych przez nich portfeli zanadto będzie odbiegać od średniej stopy zwrotu na rynku. Lęk przed „błędem na torze” –

efektywnością zanadto odbiegającą od stopy zwrotu na rynku – zdaniem Charliego Mungera „nałożyła pęta na sektor”.

Znaczną część tego rozdziału poświęciliśmy wzlotom i upadkom funduszy powierniczych. Jak Czytelnik zapewne pamięta, zrobiliśmy tak, bo fundusze powiernicze są znane, a zatem stanowią zrozumiały przykład. Nie sądźmy jednak chociażby przez chwilę, że błędne myślenie ogranicza się do menedżerów funduszy powierniczych. Mówiono o nich tutaj jedynie po to, żeby dać przykład ogólnych tendencji, przewijających się przez cały świat inwestycji. Obserwując, co robią i jak myślą menedżerowie funduszy, możemy się wiele nauczyć o tym, co sami powinniśmy robić i jak powinniśmy myśleć.

Dowiedzieliśmy się, że wysoka efektywność w krótkich okresach niekoniecznie oznacza, że mamy do czynienia z wybitnymi menedżerami portfeli, i że niska efektywność w krótkich okresach niekoniecznie ich dyskwalifikuje. Horyzont czasowy, w którym mierzymy umiejętności menedżerów, jest po prostu zbyt krótki, żeby można było wyciągnąć jakieś znaczące wnioski. Jednakże zastosowanie innych mierników ekonomicznych, jak przejrzyste dochody, może ułatwić Czytelnikowi pomiar osiągniętych postępów, kiedy cena odbiega od oczekiwanych zysków. Dowiedzieliśmy się też, że niski wskaźnik rotacji prowadzi do wyższych dochodów na dwa proste, oczywiste sposoby. Mniejsza liczba transakcji oznacza niższe koszty obrotu akcjami. Nie przeoczmy na koniec wartości niezrealizowanych zysków kapitałowych. Z wyjątkiem pasywnych funduszy indeksowych, inwestowanie skoncentrowane stwarza największe możliwości składania tych niezrealizowanych zysków w poważny dochód.

Charlie Munger konkluduje: „System Berkshire nie jest zwariowany. Powiedziałbym, że Berkshire Hathaway dostosowuje się do prawdziwej istoty problemu inwestowania”²⁸.

¹ Joseph Nocera: „Who’s Got the Answers?” *Fortune*, 24 listopada 1997, s. 329.

² Ibid.

³ Eugene Shahan: „Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive?” *Hermes*, wiosna 1986.

⁴ Kwartałne sprawozdanie Sequoia Fund, 31 marca 1996.

⁵ Mark Carhart: „On Persistence in Mutual Fund Performance”. *The Journal of Finance*, t. LII, nr 1, marzec 1997; Burton G. Malkiel: „Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991”. *The Journal of Finance*, t. L, nr 2, czerwiec 1995.

⁶ Darryll Hendricks, Jayendu Patel, Richard Zeckhauser, „Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988”. *The Journal of Finance*, t. XLVIII, nr 1, marzec 1993.

⁷ Stephen J. Brown, William N. Goetzmann: „Performance Persistence”. *The Journal of Finance*, t. L, nr 2, czerwiec 1995.

⁸ Powszechnie znane powiedzenie Warrena Buffetta.

⁹ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1987 r., s. 14.

Zestaw narzędzi Warrena Buffetta

Dzisiejszy inwestor nie osiąga zysków z wczorajszego wzrostu.

— WARREN BUFFETT
(The Commercial and Financial Chronicle, 6 grudnia 1951)

W książce „Na sposób Warrena Buffetta” starałem się opisać i skodyfikować styl inwestowania Warrena Buffetta, aby inni mogli z pożytkiem korzystać z jego sposobów postępowania. W tej wcześniejszej książce zarysowałem podstawowe narzędzia inwestowania Buffetta, czyli zasady, którymi się on posługuje, oceniając ewentualne zakupy. Zasady te streściłem w rozdziale 1.

Ich podstawy nie uległy wielkim zmianom od czasu wydania tamtej książki (Buffett powiedział kiedyś: „Dlatego nazywa się je zasadami”), ale wielu Czytelników prosiło mnie o wyjaśnienie, jak je stosować na dzisiejszym rynku. Należy też zwrócić uwagę na dyskusję zwolenników inwestowania we wzrost ze zwolennikami inwestowania w wartość. Pojawiły się też pewne nowsze zagadnienia: sprawa ekonomicznej wartości dodanej (EWD) oraz rola techniki. Czy możemy korzystać ze schematu Warrena Buffetta do wybierania firm technicznych, które należy kupować?

Zasada rynkowa: jak określić wartość przedsiębiorstwa

Określenie rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa – pierwszy i najważniejszy krok w procesie decyzyjnym Buffetta – jest zarazem sztuką i nauką. Tym ostatnim, ponieważ wiąże się z dość prostymi zastosowaniami matematyki.

Aby obliczyć bieżącą wartość przedsiębiorstwa, trzeba najpierw oszacować przepływy pieniężne, których można oczekiwać przez cały czas jego istnienia, a następnie zdyskontować je z zastosowaniem odpowiedniej stopy oprocentowania. Buffett powiada: „Gdybyśmy, analizując jakiegokolwiek przedsiębiorstwo, mogli dostrzec wszystkie przepływy pieniężne między nim a jego właścicielem w ciągu następnych 100 lat albo do czasu jego likwidacji, a następnie zdyskontować je z zastosowaniem odpowiedniej stopy procentowej, uzyskalibyśmy wielkość określającą jego rzeczywistą wartość”¹. Ta koncepcja, zaproponowana przez Johna Burra Williamsa w książce „Theory of Investment Value” (Teoria wartości inwestycji), jest równie uzasadniona dzisiaj, jak w dniu, w którym się po raz pierwszy ukazała ponad sześćdziesiąt lat temu.

Niektórzy ludzie uważają, że łatwiej porównać ten proces z procesem stosowanym przy określaniu wartości obligacji. Obliczenia są takie same. Zamiast przepływów pieniężnych mamy do czynienia z kuponami obligacji; zamiast nieoznaczonego okresu istnienia firmy mamy określony termin wykupu obligacji, po którego upływie zwraca się właścicielom zainwestowany przez nich kapitał. „Przypominałoby to spojrzenie na obligację z wieloma kuponami ze stu-letnim terminem wykupu” – wyjaśnia Buffett. „Otóż przedsiębiorstwa też mają kupony, które zostaną wykupione w przyszłości. Jedyne problem polega na tym, że nie drukuje się ich na akcji. Zatem rzeczą inwestora jest oszacowanie, na ile będą opiewać”².

Oszacowanie wartości kuponu wymaga uwzględnienia dwóch liczb: prawdopodobnych przyszłych zysków i stopy dyskontowej, umożliwiającej ich przeliczenie na dzisiejsze pieniądze. Jako drugą z tych liczb, stopę dyskontową, Buffett zazwyczaj przyjmuje bieżącą stopę oprocentowania długoterminowych obligacji państwowych USA. Ze względu na niemal stuprocentową pewność, że rząd USA wykupi kupony w ciągu trzydziestu lat, możemy – praktycznie biorąc – uznać tę stopę za pozbawioną ryzyka. Jak wyjaśnia Buffett: „Posługujemy się stopą pozbawioną ryzyka jedynie po to, żeby móc porównywać różne aktywa”³. Według Buffetta jest to po prostu najodpowiedniejszy przyrząd do pomiaru całego koszyka różnych rodzajów inwestycji: obligacji państwowych, obligacji firm, akcji zwykłych, mieszkań, szybów naftowych i farm.

Buffett nie wprowadza do stopy dyskontowej poprawki uwzględniającej niepewność. Jeżeli dana inwestycja wydaje się bardziej ryzykowna niż inne, utrzymuje stałą stopę dyskontową, a zamiast jej zmiany wprowadza poprawkę do ceny zakupu. Innymi słowy, stwarza margines bezpieczeństwa nie przez uwzględnianie premii za ryzyko, jak w modelu wyceny aktywów kapitałowych, lecz przez proponowanie niższej ceny przedsiębiorstwa. Buffett powiada: „Jeżeli rozumie się przedsiębiorstwo i jasno widzi jego przyszłość, to oczywiście potrzebny jest tylko bardzo niewielki margines bezpieczeństwa. Na im większe natomiast ryzyko narażone jest przedsiębiorstwo, tym większy ten margines bezpieczeństwa”⁴.

W książce „Na sposób Warrena Buffetta” przedstawiliśmy zasady postępowania zastosowane przez Buffetta odnośnie do kilku największych pakietów akcji zwykłych należących do Berkshire Hathaway, żeby stworzyć opisy sytuacyjne, pozwalające się czegoś nauczyć. Kilka z nich dotyczy przedsiębiorstw, których „kupony”, jak można oczekiwać, będą rosnąć w nieskończoność i których dochody wzrastały szybciej niż stopa oprocentowania pozbawiona ryzyka. W stosunku do nich trzeba było zastosować dwuetapowy model dyskonta dywidendy – z większą stopą wzrostu w pierwszym etapie i mniejszą w drugim, dłuższym.

Dobrym tego przykładem jest zakup przez Buffetta Coca-Coli w 1988 r. W owym czasie stopa oprocentowania długoterminowych obligacji państwowych USA wynosiła 9 proc., a stopa wzrostu dochodów z akcji Coca-Coli 15 proc. Odjęcie 15 proc. od 9 proc. dałoby pozbawiony sensu wynik ujemny. Aby przewyciężyć tę trudność, posłużyłem się dwuetapowym modelem dyskonta. Zacząłem od przyjęcia założenia, że dochody dla właścicieli (zysk netto plus amortyzacja minus nakłady kapitałowe) Coca-Coli będą wzrastać w ponadprzeciętnym tempie przez co najmniej 10 lat, a następnie wzrost będzie powolniejszy, w tempie 5 proc. rocznie, bardziej zbliżonym do przeciętnego. Zatem na rok 11 mogłem odjąć pięcioprocentową stopę wzrostu od dziewięcioprocentowej stopy wolnej od ryzyka, uzyskując czteroprocentową stopę dyskonta dochodów firmy w przeszłości.

Wiele z pytań, które mi zadawano od czasu wydania książki „Na sposób Warrena Buffetta” dotyczyło modelu dyskonta dywidendy, a konkretnie przyjętych przeze mnie założeń. Niektórzy Czytelnicy dowodzili, że wzrost dochodów Coca-Coli w tempie 15 proc. rocznie będzie z pewnością trwać dłużej niż przez dziesięć lat, a zatem, że moje prognozy były zbyt ostrożne. Inni uznawali, że ze względu na trudności prognozowania na okres dziesięciu lat, powinienem przyjmując piętnastoprocentową stopę wzrostu jedynie na pięć lat.

Obydwa poglądy są uzasadnione; a zatem ani jedno, ani drugie rozwiązanie nie jest doskonałe. Pamiętajmy jednak, co mówi Buffett: „Lepiej mieć w przybliżeniu rację niż precyzyjnie się mylić”. Nie to jest najważniejsze, czy wzrost dochodów Coca-Coli o 15 proc. rocznie będzie następować przez pięć, siedem czy dziesięć lat. Istotą sprawy jest konieczność przeznaczenia pewnego czasu na przeprowadzenie analizy i obliczenie rzeczywistej wartości zamiast polegania na metodach na skróty (takich jak wskaźniki ceny do zysku, ceny do wartości księgowej albo względne mierniki rynkowe). Chociaż można je obliczyć z dokładnością do dziesiątego miejsca po przecinku, nie nam nie mówią o wartości danej inwestycji.

Drugie często zadawane mi pytanie dotyczy modelu dyskontowanej dywidendy: to wszystko pięknie, kiedy stopa pozbawiona ryzyka wynosiła 9 proc., ale dzisiaj jest bardziej zbliżona do 5 lub 6 proc. I co teraz? Kiedy stopa oprocentowania wynosi 6 proc., zastosowanie pięcioprocentowej stopy wzrostu

w drugim okresie prowadzi do zdyskontowania dochodów dla właścicieli zaledwie o 1 proc. Co zrobiłby Buffett?

Buffett mówi, że w warunkach niskiej stopy oprocentowania koryguje stopę dyskontową w górę. Kiedy uzysk z obligacji spadł poniżej 7 proc., Buffett skorygował swoją stopę dyskontową do 10 proc. Jeżeli stopy oprocentowania wzrosną z biegiem lat, to okaże się, że skutecznie dostosował swoją stopę dyskontową do stopy oprocentowania w długim okresie. Jeżeli nie wzrosną, będzie to oznaczać, że zwiększył swój margines bezpieczeństwa o dodatkowe trzy punkty procentowe.

Zasada finansowa: z EWD czy bez EWD ***– oto jest pytanie***

Zasady finansowe zarysowane w książce „Na sposób Warrena Buffetta” nie wywołały szerokiej dyskusji. Nikt nie wątpi, że atrakcyjna firma to taka, która ma wysokie marże zysku i generuje dochody dla właścicieli. Atrakcyjne są też zyski netto, oznaczające wysoką stopę zwrotu kapitału własnego firmy. Jednakże wiele dyskusji wzbudziła metoda obliczania ekonomicznej wartości dodanej (EWD) uwzględnienie jej lub nieuwzględnienie przez Buffetta w jego sposobie myślenia.

EWD (w oryginale EVA, Economic Value Added, nazwa zastrzeżona przez nowojorską firmę doradcą Stern Stewart) jest systemem pomiaru, służącym do ustalenia, czy stopa zwrotu inwestycji jest wyższa od kosztu kapitału. W ostatnich kilku latach wiele firm – w tym Coca-Cola, Eli Lilly i AT&T – posługuje się metodą EWD.

Zaczyna się od określenia kosztu kapitału w danej firmie; następnie odejmuje się jej dochody netto. Koszt kapitału – to koszt zadłużenia plus koszt kapitału własnego w odpowiednich proporcjach. Koszt zadłużenia to po prostu koszt oprocentowania, jakie firma płaci od pożyczonych pieniędzy, pomniejszony o zwolnienia podatkowe przysługujące z tytułu poniesionego kosztu oprocentowania. Koszt kapitału własnego jest obliczany na podstawie stopnia ryzyka ponieszonego przez firmę, mierzonego według modelu wyceny aktywów kapitałowych.

Średni ważony koszt kapitału wynosi zatem:

$$\begin{aligned} & \text{Udział procentowy kapitału własnego w strukturze kapitału} \times \\ & \quad \times \text{koszt kapitału własnego} + \\ & \quad + \text{udział procentowy zadłużenia} \times \text{koszt zadłużenia} \end{aligned}$$

Zalóżmy na przykład, że kapitał firmy składa się w 60 proc. z kapitału własnego i w 40 proc. z zadłużenia, koszt kapitału własnego wynosi 15 proc., a koszt zadłużenia 9 proc., to średni ważony koszt kapitału firmy wynosi:

$$0,60 \times 15 + 0,40 \times 9 = 12,6$$

Możemy stwierdzić, że gdyby firma uzyskiwała 15 proc. zwrotu z kapitału kosztującego ją 12,6 proc., dodawałaby wartość ekonomiczną. Jeżeli systematycznie uzyskiwałaby tę wyższą stopę, zapewne wzrosłyby ceny jej akcji. Z drugiej strony, gdyby przez kilka kolejnych lat zarabiała na swoim kapitale 10 proc., ceny jej akcji zapewne by spadły.

EWD jest jednym z mierników, jednym ze sposobów mierzenia szybkości, z jaką „pokonuje się płotki”. Buffett korzysta z innego miernika. Mierzy tempo pokonywania tych płotków, oceniając zdolność firmy do zwiększania wartości rynkowej w tempie przynajmniej równym wartości jej niepodzielonego zysku. Buffett dowodzi, że za każdego dolara niepodzielonego zysku firma powinna przynajmniej o jednego dolara zwiększyć swoją wartość rynkową.

Kiedy się patrzy z odległości, mogłoby się wydawać, że istnieje intelektualne podobieństwo między powyższą zasadą Buffetta i ekonomiczną wartością dodaną firmy Stern Stewart. Jednakże Buffett uważa, że trudno się zgodzić na niektóre szczegółowe elementy EWD.

Po pierwsze, wzór EWD jest oparty na modelu wyceny aktywów kapitałowych, w którym ryzyko mierzy się na podstawie zmienności cen akcji. Znamy już opinię Buffetta dotyczącą koncepcji, że akcja o większej zmienności ceny jest bardziej ryzykowna. Po drugie, ze względu na to, że koszt kapitału własnego jest zawsze wyższy niż koszt zadłużenia, w modelu EWD koszt kapitału maleje, gdy zwiększa się względny udział zadłużenia. Zwolennikom EWD trudno byłoby przekonać Buffetta, wobec jego upodobania do firm całkiem lub niemal bez długów, że duże zadłużenie jest czymś dobrym, gdyż obniża koszt kapitału.

Koszt kapitału jest jedną z wielkich niewiadomych świata biznesu; EWD tylko jednym z wielu sposobów ustalania tego kosztu. Buffett może nie korzystać z EWD do obliczania kosztu kapitału, ale to nie oznacza, że lekceważy to zagadnienie. Wszystkie filie Berkshire Hathaway płacą za kapitał otrzymywany od Buffetta. Przyznaje on, że nie stosuje skomplikowanych wzorów. Mówi: „Po prostu uważamy, że jest prościej pobierać od ludzi uzasadnioną opłatę za te pieniądze i następnie pozwolić im obliczyć, czy rzeczywiście chcą kupić nową krajarkę, czy o co tam im chodzi. Zmienia się to nieco w zależności od tego, kiedy weszliśmy do danej firmy i jaka obowiązywała stopa procentowa w chwili, kiedy ją kupiliśmy, ale ogólnie biorąc, liczymy około 15 proc. od kapitału. Zdajemy sobie sprawę, że 15 proc. to wielkość, na jaką już zwracają uwagę, ale nie jest to poprzeczka tak wysoka, żeby uniemożliwić im robienie tego, co chcemy, żeby zostało zrobione”⁵.

Należy pamiętać o tym, że wewnętrzną miarą Berkshire Hathaway jest wzrost wartości całej firmy o co najmniej 15 proc. rocznie. Zatem 15 proc. jest też przyjętą przez Buffetta poprzeczką kapitałową. Wymaga, żeby przy dostarczaniu kapitału którejkolwiek z filii, niezależnie od tego, jakie jest jego przeznaczenie – na nowy zakład badawczy, nowe urządzenia czy nową kampanię reklamową – ostatecznie przynosił zysk przynajmniej w takiej samej wysokości.

Zarówno w Berkshire Hathaway, jak i stosując EWD, ustala się koszt kapitału. To prawda, że podchodzi się do zagadnienia w odmienny sposób, ale dąży się do takiego samego wyniku końcowego – nagradzania firm zarabiających więcej niż wynosi koszt kapitału i karania tych, które zarabiają mniej. Jak zauważył Buffett na dorocznym zebraniu Berkshire Hathaway w 1995 r.: „Nie potrzeba mi EWD, żeby się dowiedzieć o znacznej wartości dodanej przez Coca-Colę”⁵⁶.

Zasada dotycząca kierownictwa przedsiębiorstwa: czy możemy cenić menedżerów?

Największym komplementem Buffetta dla menedżera jest stwierdzenie, że ten wciąż działa i myśli jak właściciel przedsiębiorstwa. Menedżerowie zachowujący się jak właściciele nie tracą z oczu podstawowego celu firmy – zwiększenia jej wartości dla akcjonariuszy – i zazwyczaj podejmują racjonalne decyzje, zmierzające do realizacji tego celu. Jak jednak możemy odróżnić menedżerów aktywnie działających na rzecz zwiększania wartości dla akcjonariuszy od tych, którzy tylko mówią o swoim dążeniu do takiego celu? Innymi słowy, czy potrafimy przypisać wartość kierownictwu firmy?

Warren Buffett stosuje trzy kryteria oceny kierownictwa przedsiębiorstwa: (1) racjonalność, (2) otwartość, (3) opieranie się imperatywowi instytucjonalnemu. Opisałem te kryteria szczegółowo w książce „Na sposób Warrena Buffetta”, tu zatem podaję jedynie ich krótkie streszczenie.

Jak już wiemy, jeżeli firma uzyskuje wysoką stopę zwrotu z kapitału własnego, obowiązkiem kierownictwa jest reinwestowanie tych dochodów w firmę na korzyść akcjonariuszy. Jeżeli jednak nie da się tych dochodów zainwestować w sposób przynoszący wysoką stopę zysku, kierownictwo ma trzy możliwości: (1) zlekceważyć problem i nadal inwestować, osiągając zysk niższy od przeciętnego; (2) inwestować w rozbudowę; (3) zwrócić pieniądze akcjonariuszom, którzy, być może, mają możliwość zainwestowania ich gdzie indziej przy wyższej stopie zysku. Zdaniem Buffetta, tylko jedna z tych możliwości – trzecia – jest racjonalna.

Kiedy staramy się mierzyć wartość kierownictwa, decyzje podejmowane w tej sprawie są dobrą wskazówką. Wybór dokonany przez kierownictwo okaże się korzystny albo niezadowolający dla akcjonariuszy, zanim jeszcze wyniki zostaną przedstawione w sprawozdaniu rocznym.

Obok racjonalności, powinniśmy spojrzeć na otwartość kierownictwa. Z czasem każda firma popełnia błędy, poważne lub nieznaczne. Zbyt wielu menedżerów jest skłonnych do przedstawiania wyników w sposób nadmiernie optymistyczny zamiast uczciwego ich wyjaśniania. Na podziw zasługuje menedżer, który odważnie omawia z akcjonariuszami niepowodzenia firmy. Buffett

jest przekonany, że menedżer, który publicznie przyznaje się do błędów, zazwyczaj zdoła je naprawić.

Jeżeli przydzielanie kapitału jest sprawą tak prostą i logiczną, to dlaczego tak kiepsko się go przydziela? Jeżeli kierownictwo może wyciągnąć nauki i zyskać wiarygodność przez ujawnienie własnych błędów, dlaczego w rocznych sprawozdaniach trąbi się jedynie o sukcesach? Buffett doszedł do wniosku, że przyczyną tego jest niewidoczna siła zwana imperatywem instytucjonalnym – przypominająca zachowania lemingów skłonność kierownictwa korporacji do naśladowania zachowań innych menedżerów, chociażby najgłupszych i najbardziej nieracjonalnych. Niezależne myślenie i wyznaczanie kursu opartego na racjonalności i logice zwiększa prawdopodobieństwo maksymalizacji zysków firmy w porównaniu ze strategią, którą najlepiej można określić jako „naśladowanie lidera”.

Ocena kierownictwa według tych trzech kryteriów jest trudniejsza niż mierzenie efektywności finansowej, a to z tej prostej przyczyny, że psychika ludzka jest bardziej złożona niż liczby. Wielu analityków uważa nawet, że ze względu na nieokreśloność i brak precyzji w mierzeniu zachowań ludzkich, nie możemy ocenić kierownictwa z jakimkolwiek stopniem pewności, że zatem całe to zajęcie jest bezużyteczne. Wydaje się, że ich zdaniem, jeżeli nie oblicza się miejsc dziesiętych, to nie ma czego mierzyć.

Inni sądzą, że wartość kierownictwa znajduje pełne odbicie w danych statystycznych dotyczących efektywności firmy, uwzględniających wielkość sprzedaży, marże zysku i zwrot kapitału, i nie potrzeba żadnych innych mierników.

Obydwa te poglądy mają pewne uzasadnienie, ale żaden z nich moim zdaniem, nie jest dostatecznie mocny, aby obalić podstawową przesłankę. Warto poświęcić na ocenę kierownictwa trochę czasu ze względu na to, że uzyskuje się dzięki temu sygnały wczesnego ostrzegania o ostatecznej efektywności finansowej. Jeżeli przyjrzymy się dokładnie słowom i działaniom zespołu kierowniczego, uzyskamy wskazówki co do oceny wartości jego pracy dużo wcześniej, zanim znajdzie ona wyraz w sprawozdaniach finansowych firmy albo na stronach gazety z notowaniami akcji. Wyszukanie tych wskazówek będzie wymagać nieco wysiłku, a przez to zniechęcać ludzi słabego serca lub leniwych. Ich zniechęcenie to Twój zysk.

Jeżeli koncepcja mierzenia kierownictwa nadal wydaje się mglista, Buffett daje kilka dalszych wskazówek:

- Dokonaj przeglądu sprawozdań rocznych z kilku ostatnich lat, zwracając szczególną uwagę na to, co kierownictwo mówiło wówczas o planach na przyszłość.
- Porównaj te plany z dzisiejszymi wynikami: w jakim stopniu zostały wykonane?
- Porównaj strategie sprzed kilku lat z tegorocznymi strategiami i koncepcjami: w jakim stopniu zmienił się sposób myślenia kierownictwa?

- Porównaj sprawozdania roczne firmy, która Cię interesuje, ze sprawozdaniami podobnych przedsiębiorstw tego samego sektora. Nie zawsze można łatwo znaleźć firmy o bliskim podobieństwie, ale nawet z porównania względnej efektywności można coś wynioskować.

Inwestor skoncentrowany ma idealne możliwości oceny kierownictwa firm. Ktoś, kto jest właścicielem zaledwie kilku firm i zamierza nim pozostać przez kilka lat, ma okazję do poznania ich menedżerów. Prześledź wcześniejsze sprawozdania i zacznij poznawać historię ich kierownictwa. Śledź swoje firmy w prasie: czytaj, co mówią ich menedżerowie i co inni o nich mówią. Jeżeli zauważysz, że dyrektor naczelny ostatnio wygłaszał odczyt albo wypowiedział się o firmie, uzyskaj w dziale stosunków z inwestorami kopię jego wystąpienia i starannie je przeczytaj. Przeszukuj strony WWW firm, żeby uzyskać najnowsze informacje. Szukaj informacji w każdy sposób, jaki potrafisz wymyślić. Ważne jest jedno: nie odrzucaj przesłanki dotyczącej określania wartości kierownictwa ze względu na trudność tego zadania. Im bardziej będziesz mieć oczy otwarte, tym lepiej się dostosujesz do wykonywania tego zadania i tym będzie ono łatwiejsze.

Być może, przyda Ci się pamiętanie, po co to wszystko robisz: chcesz zdobyć informacje, które w końcu wpłyną na ceny akcji, ale chcesz je mieć z góry. Jeżeli, jak mówi Buffett, rynek często (choć nie zawsze) jest sprawny, to ocena wartości kierownictwa jest tym analitycznym narzędziem, które pozwoli Ci wyprzedzić rynek.

Wzrost a wartość: ciągła dyskusja

Sposób wybierania akcji przez Warrena Buffetta bardzo niewiele się zmienił w ciągu ostatnich dwudziestu lat. Najpierw myśli on o firmie, potem o jej kierownictwie, finansach i cenie zakupu – w takiej kolejności. Jest to według wszelkich danych sposób prosty i bezpośredni. Jednakże pomimo całej jego prostoty podejście Buffetta do inwestowania znajduje się w centrum wieloletniego intelektualnego przeciągania liny, w którym odróżnia się inwestowanie w wartość od inwestowania we wzrost.

Tradycyjnie, „inwestującym w wartość” jest ktoś, kto poszukuje akcji sprzedawanych po cenie wyraźnie niższej od ich wartości, co znajduje odbicie w niskim wskaźniku ceny do wartości księgowej, ceny do zysków, albo wysokim uzysku dywidendy. Inwestujący we wzrost starają się zarobić pieniądze, wiążąc się z firmami, których dochody szybko rosną i zapewne nadal będą rosnąć.

Buffett powiada: „Większość analityków uważa, że musi wybrać między dwoma sposobami, tradycyjnie uznawanymi za przeciwstawne: wartością i wzrostem. Prawdę mówiąc wielu profesjonalistów inwestowania uważa jakie-

kolwiek łączenie tych dwóch terminów za pewną sprzeczność⁷. Zapewne Czytelnika nie zdziwi fakt, że Buffett inaczej patrzy na „wartość” i na „wzrost”.

Jak kilkakrotnie wyjaśniał przy różnych okazjach, wartość akcji to przepływy pieniężne netto przez okres życia danej inwestycji zdyskontowane według odpowiedniej stopy oprocentowania. Wzrost, jak wskazywał, to po prostu część obliczeń dotyczących przepływów pieniężnych. Powiada: „Naszym zdaniem te dwa podejścia [wartość i wzrost] są ze sobą połączone jak kość udowa z biodrem”⁸.

Charlie Munger, który zawsze starannie dobiera słowa, powiada: „Cała koncepcja podziału na »wartość« i »wzrost« sprawia na mnie wrażenie nonsensu. Jest to przydatne dla grupki konsultantów funduszy emerytalnych jako gadanina, za którą pobierają honoraria i jako sposób na to, żeby jedni się czymś różnili od drugich. Jednak – moim zdaniem – inteligentne inwestowanie to jedynie inwestowanie w wartość”⁹.

Pomimo tezy Buffetta i Mungera, że nie ma istotnej różnicy między „inwestowaniem we wzrost” i „inwestowaniem w wartość”, sektor inwestycji ma obsesję na punkcie rozdzielania tych dwóch funkcji. Jeżeli stosuje się sposób Warrena Buffetta, od czasu do czasu napotyka się nieuchronne pytanie: czy inwestuje się we wzrost czy w wartość? Przy uwzględnieniu poglądów Charliego Mungera, zapewne najlepiej uznawać siebie za inwestującego w wartość. Jednakże należy się strzec przed wpadnięciem w pułapkę kupowania akcji tylko dlatego, że je określono jako typowe akcje „wartościowe”.

Osobą, która skutecznie żeglowała w cieśninie między wzrostem a wartością jest William H. Miller III. Historia osiągnięć Billa bez dwóch zdań budzi respekt, a to, w jaki sposób zebrał zyski z inwestycji, jest dla nas wszystkich cenną nauką.

Bill Miller i Legg Mason Value Trust

W 1982 r. firma maklerska i finansowa Legg Mason z siedzibą w Baltimore założyła swój flagowy fundusz powierniczy Value Trust. W latach 1982–1990 tym funduszem wspólnie zarządzali Ernie Kiehne, poprzednio szef badań Legg Mason, i błyskotliwy, ale niedoświadczony Bill Miller.

Droga Billa do sektora finansowego była nietypowa. Podczas gdy jego konkurenci ugrzęźli w szkołach zarządzania, studiując nowoczesną teorię portfela, Bill studiował filozofię w John Hopkins Graduate School. Podczas gdy inni przyszli menedżerowie finansowi studiowali Markowitza, Sharpe’a i Fama, Bill czytał „Pragmatyzm” Williama Jamesa i „Logikę eksperymentalną” Johna Deweya. Po krótkim okresie pracy w charakterze skarbnika korporacji, co pomogło mu w zrozumieniu mechanizmów funkcjonowania firm, Bill wyłądował w dziale badań Legg Mason, a następnie przyłączył się do Erniego Kiehne’a, żeby zarządzać Value Trust.

W latach osiemdziesiątych w Value Trust uprawiano dwie dyscypliny. Ernie stosował podejście Bena Grahama, polegające na kupowaniu firm, których akcje sprzedawano przy niskich wskaźnikach ceny do zysku i poniżej ich wartości księgowej. Bill szedł inną drogą. Wyjaśniał: „Postępuję w sposób bardziej zbliżony do teoretycznego podejścia, o którym mówi Graham i które Buffett rozwinął, to znaczy przyjmuję, że wartość każdej inwestycji jest równa dzisiejszej wartości przyszłych przepływów pieniężnych. Sztuka polega na tym, żeby to wycenić, a zatem ustalić racjonalną wartość aktywów, a kupować je po cenie znacznie od niej niższej”¹⁰.

W 1990 r. Bill przejął w całości kontrolę nad Value Trust i zaczął w pełni wprowadzać do funduszu swój sposób inwestowania. To, co działo się później, nie powtórzyło się w żadnym innym ogólnym funduszu papierów wartościowych w latach dziewięćdziesiątych. Przez osiem kolejnych lat (1991–1998) Value Trust systematycznie uzyskiwał wyniki wyższe niż S&P 500. Znakomite wyniki Billa przyniosły mu pod koniec 1998 r. jedno z najcenniejszych wyróżnień w sektorze: tytuł amerykańskiego menedżera roku funduszy papierów wartościowych, nadawany przez „Morningstar”.

Eric Savitz, dawny współpracownik „Barron’s”, powiada: „Bill zajmuje duże pozycje i patrzy w daleką przyszłość. Widać w długim okresie, jakie to było skuteczne”. Savitz, który śledził osiągnięcia Billa, kiedy pisał do „Barron’s” na temat funduszy powierniczych, wspomina Billa jako człowieka bardzo skromnego. „Nie reklamował się. Wielu innych menedżerów finansowych produkowało się w CNBC i przechwalało się, ale Bill nie był kimś, kto trąbi o swoich sukcesach. Niemniej lepiej znał się na akcjach niż jakkolwiek inna ze znanych mi osób”¹¹.

Dzisiaj Bill zarządza na rzecz Legg Mason aktywami o wartości przekraczającej 12 miliardów USD, w tym 9 miliardami USD w Value Trust. Choć nie jest inwestorem skoncentrowanym w ścisłym znaczeniu, bardzo się do tego zbliża – z reguły Value Trust ma akcje jedynie trzydziestu do czterdziestu firm, a ponad połowę wszystkich aktywów inwestuje w akcje zaledwie dziesięciu korporacji. Amy Arnott, redaktor „Morningstar”, wyjaśnia: „Występuje kilka podobieństw między Billem Millerem i Warrenem Buffettem. Miller stosuje strategię bardzo niskiej rotacji i w porównaniu z innymi funduszami papierów wartościowych ma silnie skoncentrowany portfel. Jego metoda ustalania wartości firm jest podobna do tej, którą stosuje Buffett, w tym znaczeniu, że obydwaj traktują przepływy pieniężne jako miarę rzeczywistej wartości”¹².

Bill, chociaż jest menedżerem inwestującym w wartość, nie zawsze jest zaliczany do kategorii „wartości” w rubryce stylu działania – skrótowym opisie cech, zamieszczanym przez kilka czasopism finansowych. Jeżeli spojrzymy na tradycyjne miary wartości, w tym stosunek ceny do zysku i ceny do wartości księgowej, to Bill nie zawsze ściśle mieści się w tej kategorii. Wyjaśnia: „Staramy się odróżnić firmy zasłużenie tanie od niezasłużenie tanich. Jest wiele firm

nisko wycenianych i tanio sprzedawanych, które nie są atrakcyjne. Sztuka polega na odróżnieniu jednych od drugich”¹³.

Wybredność Billa w stosunku do firm w połączeniu z długim okresem przechowywania akcji niewątpliwie przyczyniła się do osiągnięcia przez Value Trust pozycji jednego z najlepszych funduszy lat dziewięćdziesiątych. Zapłacił jednak za to pewną cenę. Ze względu na to, że Value Trust ma zbiór akcji firm zarówno wzrostowych, jak i wartościowych, Billowi nie udało się uniknąć zażartego sporu o to, czy jest menedżerem inwestującym w wartość czy we wzrost. Świadczy o tym na przykład krytyczny artykuł Jima Cramera w „TheStreet.com”.

Cramer, żywiołowy intelektualista, współzałożyciel „TheStreet.com”, napisał zjadliwy tekst pod tytułem: „Wrong! Rear Echelon Revelations: Mutual Funds and Value Judgements”. (Żle! Rewelacje z ostatnich szeregów: fundusze powiernicze i sądy wartościujące). Ostro zaatakował w nim kilka funduszy inwestujących w wartość, będących właścicielami akcji odpowiadających stosowanej w sektorze definicji akcji wzrostowych. Przytaczając wykres indeksu wartości z „Investor’s Business Daily”, Cramer wskazywał, że kilka funduszy inwestujących w wartość wymienianych w tym indeksie miało też duże pakiety akcji firm takich, jak Dell Computer, America Online, Microsoft i Lucent: „Cóż za niedorzeczną koncepcję wartości reprezentują te akcje ... wartość ... dajcie mi spokój”.

Cramer zauważył dalej: „Nie chcę pisać o tym zbyt cynicznie, ale wydaje mi się, że menedżerowie funduszy nie myślą o niczym. Największe problemy z poprawną klasyfikacją występują w odniesieniu do funduszy powierniczych. Uważam, że powinna obowiązywać następująca reguła: nie powinno się stosować terminu »wartość« do firm, których ceny akcji rosną z zawrotną szybkością. Wartość w tym świecie stała się po prostu maskaradą, obłudną taktyką marketingową służącą do zwabienia ludzi, którzy w innym wypadku nie mieliby najmniejszej ochoty być właścicielami takich akcji, przyprawiających o krwotok z nosa”¹⁴.

Miller odpowiedział listem do „TheStreet.com”, w którym w moim przekonaniu trafnie uchwycił istotę sporu o wzrost i wartość. Nieznacznie przeredagowałem jego uwagi i przytaczam je tu za jego zgodą:

Jim, Legg Mason Fund Trust, fundusz, którym kieruję, być może jest tym oskarżonym, który Cię sprowokował do wyrażenia poglądów w Twoim felietonie na temat wzrostu i wartości, bo wymienia się nas w indeksie wartości IBD, a naszymi największymi pozycjami są Dell i America Online. (Nie jesteśmy właścicielami Lucent ani Microsoftu).

Oczywiście, kiedy w 1996 r. kupowaliśmy Dell po 4,00 USD i sprzedawaliśmy po cenie równej sześciokrotnemu zyskowi na jedną akcję z czterdziestoprocentową stopą zwrotu kapitału, nikt nie uważał, że jesteśmy heretykami. Kiedy zaś gromadziliśmy AOL po 15 USD pod koniec 1996 r., ludzie uważali, że zwariowaliśmy, kupując coś, co prawdopodobnie przestanie istnieć albo z powodu Internetu, albo Microsoftu, albo własnej niekompetencji. [Zauważmy, że po uwzględnieniu później-

szych podziałów ceny zakupionych przez Billa akcji wynoszą obecnie 2 USD za akcję Dell i 7,50 USD za akcję AOL].

Problem polega oczywiście na tym, jak można je zaliczać do akcji wartościowych, skoro ich wskaźniki c/z i c/wk sięgają obecnie stratosfery?

Odpowiedź częściowo wiąże się z ogólną strategią inwestowania. Kiedy menedżerowie finansowi rotują swoje fundusze w tempie przekraczającym rocznie 100 proc. w nerwowym poszukiwaniu czegoś, co się okaże skuteczne, nasz minimalny wskaźnik rotacji wynoszący 11 proc. jest anomalią. Dawniej za rozsądne inwestowanie uważano wyszukanie dobrych przedsiębiorstw po niskich cenach, zakup dużego pakietu ich akcji i następnie przechowywanie go przez lata.

Na rynku spekulacyjnym rzadko się zdarzają inwestycje długookresowe, ale tym się właśnie zajmujemy. Nie widzimy żadnego powodu, żeby sprzedawać dobre przedsiębiorstwo tylko dlatego, że ceny jego akcji bardzo wzrosły, albo dlatego, że minął pewien czas.

Lepszą odpowiedzią jest to, że cena i wartość są dwiema różnymi i niezależnymi zmiennymi. Jak wykazał Buffett, nie ma żadnej teoretycznej różnicy między wartością i wzrostem; wartość dowolnej inwestycji to obecna wartość przepływów pieniężnych danego przedsiębiorstwa w przyszłości.

Wartość i wzrost nie dzielą świata na odrębne części; doradcy finansowi posługują się tymi terminami głównie po to, żeby pokazać, jak się dzieli świat menedżerów finansowych. Charakteryzują akcje, a nie przedsiębiorstwa. Jak kiedyś powiedział Charlie Munger, rozróżnienie to jest nonsensem.

Skoro rynek od początków 1982 r. uzyskuje wyniki lepsze niż 91 proc. menedżerów, którzy dotychczas przetrwali, wydaje mi się dość sprawny. Komputer nie jest już dobrem rzadkim i nie brakuje baz danych. Zatem wskaźniki charakteryzujące akcje, oparte na danych księgowych (cena do zysku, cena do wartości księgowej, cena do przepływów pieniężnych itd.), które komputer może rozpoznać i porównywać z przeszłością, nie dają dużych szans na sporą efektywność.

Wszelka kombinacja wskaźników dotyczących akcji, która stwarza nadzieję na wysoką efektywność, szybko zniknie w wyniku arbitrażu. Nie ma algorytmu na ponadprzeciętną efektywność.

Każdy portfel, dzięki któremu uzyskuje się wysoką efektywność w dowolnym okresie, to portfel obejmujący mylnie wycenione papiery wartościowe. Rynek mylił się co do przyszłości danego zbioru papierów. Bezpośrednio poszukujemy mylnych cen, porównując wartość przypisywaną danej firmie przez rynek z naszą wyceną uzyskaną w wyniku metody wieloczynnikowej.

Metoda ta rozpoczyna się od danych opartych na księgowości, a następnie obejmuje analizę wartości na rynku prywatnym, analizę zakupu lewarowanego, spojrzenie na wartość likwidacyjną i oczywiście model zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Określanie wartości jest procesem dynamicznym, a nie statycznym. Kiedy po raz pierwszy analizowaliśmy wartość AOL, cena jego akcji wynosiła kilkanaście USD; uważaliśmy, że ich wartość wynosi około 30 USD. Obecnie wyceniamy te akcje na 110–175 USD za jedną na podstawie tego, co uważamy za ostrożną ocenę zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Jeżeli mamy rację co do długookresowego modelu ekonomicznego, wartość ta może się okazać znacznie wyższa.

Nikt się nie skarży, kiedy gromadzimy akcje General Motors albo Chase – dobre, stare, łatwe do zrozumienia wartości – albo kiedy kupujemy firmy o małych perspektywach rozwoju, takie jak Toys-R-Us albo Western Digital, w trakcie ponoszenia przez nie dużych strat. Ludzie narzekają na takie firmy jak Dell i AOL.

A najbardziej narzekają na to, że nie sprzedaliśmy akcji Dell po 8 USD, jak to zrobili inni inwestujący w wartość, bo historycznie biorąc, akcje firm produkujących pecety osiągały na rynku ceny wynoszące równowartość od sześć- do dwunastokrotności zysku na jedną akcję; kiedy zatem ceny akcji Della osiągnęły dwunastokrotność zysku na jedną akcję, nie można ich już było zaliczać do cechujących się wartością.

Jesteśmy zachwyceni, kiedy ludzie stosują proste miary oparte na danych księgowych, porównują je w skali liniowej i następnie na takiej podstawie podejmują decyzje o zakupie albo sprzedaży. Jest to znacznie łatwiejsze niż obliczanie, ile przedsięwzięcie naprawdę jest warte; umożliwiałoby nam to uzyskanie lepszych wyników dla naszych klientów dzięki przeprowadzaniu gruntowniejszej analizy.

Jesteśmy właścicielami GM i AOL z tego samego powodu: rynek się myli co do cen, bo akcje obydwu firm są przedmiotem obrotu po cenach niższych od ich rzeczywistej wartości.

Łączę pozdrowienia
Bill Miller

Jest to argumentacja klasyczna. Uważam, że list Billa będzie analizowany zarówno przez inwestorów, jak i przez teoretyków. Z pewnością przyciągnął uwagę Jima Cramera. Oto jego odpowiedź zamieszczona na łamach „TheStreet.com”:

Drogi Billu,

Otworzyłeś mi oczy. Rzeczywiście robisz coś innego. Anomalie znacznych podwyżek cen, Twój znakomity wybór akcji i konieczność płacenia niewielkich podatków – wszystko to składa się u Ciebie na coś szczególnego; przepraszam za to, że Cię włączyłem do mojego felietonu o „wartości”. Wydaje się, że do zrozumienia zagadki „wartości” muszę dokopać się do czegoś więcej niż tylko do listy nazwisk. Świetna robota; znakomita odpowiedź; dziękuję Ci za to, że poświęciłeś swój czas na jej napisanie. Aha, jeszcze gratulacje za tak szybkie dostrzeżenie Della i AOL.

Jim Cramer

W 1998 r. przyłączyłem się do Billa Millera w Legg Mason, wraz z funduszem powierniczym Focus Trust i naszymi akcjonariuszami. Prasa dostrzegła to i natychmiast zaczęła pytać, jak będzie się wiodło funduszowi Focus z nowym zespołem zarządzającym finansami, zajmującym się głównie firmami technicznymi. Sandra Ward napisała w „Barron's”: „Z pewnością Bill Miller, drugi (obok Buffetta) wielki inwestor w świecie, ma swoje miejsce w panteonie finansistów. Jednakże w odróżnieniu od Buffetta bardzo wierzy w technikę. Właśnie poważne zakupy przez Millera akcji firm technicznych oprócz firm finansowych pomogły mu w uzyskaniu ponadprzeciętnej efektywności”¹⁵.

Autorzy ci pytali, co się stanie, kiedy połączy się sposób Warrena Buffetta ze sposobem Billa Millera? Czy zdołamy zastosować sposób Warrena Buffetta do wybierania firm technicznych przewidzianych do zakupu przez Focus Trust?

Sposób Warrena Buffetta a firmy techniczne

Ze względu na to, że Berkshire Hathaway nie ma akcji żadnych firm technicznych, wielu ludzi uznało, że nie da się analizować z dostateczną pewnością takich firm jako grupy, bo inaczej Buffett by to robił.

Nieprawda.

Buffett chętnie przyznaje, że nie ma kompetencji potrzebnych do zrozumienia i wyceny firm technicznych. Na dorocznym zebraniu Berkshire Hathaway w 1998 r. zapytano go, czy bierze pod uwagę na przyszłość ewentualne inwestowanie w grupę firm technicznych.

„Odpowiedź brzmi: nie; zapewne jest to dość niefortunne. Podziwiam Andy Grove’a i Billa Gatesa; żałuję, że nie przełożyłem tego podziwu na działanie wsparte pieniędzmi. Kiedy jednak chodzi o Microsoft i Intel, nie mam pojęcia, jak świat będzie wyglądać za dziesięć lat, a nie chcę brać udziału w grze, w której przewagę ma ktoś drugi. Mógłbym poświęcić cały swój czas na myślenie o technice w przyszłym roku, a i tak nie znalazłbym się na dziesiątym, na tysięcznym, czy nawet na dziesięcioletnim miejscu wśród najbystrzejszych ludzi w USA, analizujących takie przedsiębiorstwa. Są ludzie, którzy umieją analizować technikę, ale ja tego nie potrafię”¹⁶.

Podobnie myśli Charlie Munger. „Nie interesujemy się przedsiębiorstwami zajmującymi się nowoczesną techniką, bo szczególnie brakuje nam uzdolnień w tej dziedzinie. Zaletą tradycyjnej techniki jest to, że naszym zdaniem, dość dobrze ją rozumiemy. Tamtego nie, a wolimy zajmować się tym, co rozumiemy. Dlaczego mielibyśmy uczestniczyć w grze tam, gdzie nie mamy żadnej przewagi – gdzie, być może, znaleźlibyśmy się nawet w sytuacji niekorzystnej – zamiast grać tam, gdzie mamy wyraźną przewagę?”¹⁷.

Udział w grze o przeciętnej tylko szansie na wygraną może wyrzucić ujemny wpływ na wartość osobistego majątku. Czy Czytelnik byłby skłonny zaryzykować oszczędności całego życia na grę w orla i reszkę? Charlie doradza: „Każdy z was powinien stwierdzić, w jakiej dziedzinie jest utalentowany i tam wykorzystać swoją przewagę. Jeżeli jednak spróbujecie odnosić sukcesy w tym, w czym jesteście najgorsi, to wasze kariery będą bardzo marne. Mogę to niemal zagwarantować”¹⁸.

Przez wiele lat inwestorzy niesłusznie unikali firm technicznych ze względu na beczynność Buffetta w tej dziedzinie. Błędnie uznawszy, że nie potrafią analizować tego nowego przemysłu, obecnie zajmują ostatnie miejsca wśród utalentowanych konkurentów.

Bill Miller wyjaśnia: „Większość inwestujących w wartość korzysta z historycznych wycen, żeby ustalić, czy akcje są tanie czy drogie. Jednakże jeżeli inwestor posługuje się jedynie modelami historycznymi, to metody wyceny stają się zależne od kontekstu”. Innymi słowy, modele wyceny historycznej są skuteczne jedynie wtedy, kiedy przyszłość jest bardzo podobna do przeszłości. Miller po-

wiada: „Problem, z jakim ma do czynienia większość inwestujących w wartość, polega na tym, że przyszłość pod wieloma względami różni się od przeszłości. Co istotne, jedną z poważnych różnic jest rola techniki w społeczeństwie.

Myślę, że w wielu wypadkach technika jest właśnie sferą szczególnie nadającą się do stosowania sposobu Warrena Buffetta. Sposób ten jest w istocie jedynie zestawem narzędzi służącym do wyostrenia umiejętności analitycznych, aby można było wybrać z całej populacji potencjalnych inwestycji te, które dadzą największe prawdopodobieństwo uzyskania w długim okresie ponadprzeciętnej stopy zwrotu”¹⁹.

Z takiego punktu widzenia możemy dostrzec, że kilka firm technicznych wykazuje się cechami ekonomicznymi, które Buffett najbardziej ceni: wysokimi marżami zysku, wysoką stopą zwrotu kapitału, możliwością reinwestowania tych zysków w szybko rosnącą firmę oraz kierownictwem działającym w interesie akcjonariuszy. Trudność polega na oszacowaniu przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa w przyszłości, które to przepływy można zdyskontować, żeby uzyskać jakąś ocenę jego rzeczywistej dzisiejszej wartości”²⁰.

Lisa Rapuano, wiceprezes i analityk techniczny Legg Mason Fund Adviser, wyjaśnia: „Problemem, z jakim ma do czynienia większość ludzi, próbując wycenić przedsiębiorstwa techniczne, jest duża niepewność przyszłości. Musi się zatem myśleć o kilku możliwych sytuacjach wynikowych, a nie tylko o jednej. To może prowadzić do większej zmienności potencjalnych przyszłych zysków inwestycji długoterminowej. Jeżeli jednak dokładnie się zgłębi kluczowe aspekty działalności firmy, którą się analizuje – potencjalną wielkość jej rynku, jej teoretyczną rentowność, jej pozycję konkurencyjną – można dokładnie zrozumieć przyczyny różnic między różnymi scenariuszami, a to ograniczy poziom niepewności. Nadal wyceniamy przepływy pieniężne, ale często stosujemy kilka docelowych wartości zamiast jednej”.

Rapuano mówi ponadto, że „skoro technika jest prawdziwą siłą napędową rozwoju gospodarczego w przyszłości i skoro wiele zwyczajnych firm technicznych po osiągnięciu sukcesu przynosi ogromne zyski, oplaca się dodatkowy wysiłek analityczny. Taka firma może przynosić dochody znacznie większe od uzyskiwanych gdzie indziej, nawet jeżeli się uwzględni większą niepewność”²¹.

Wiemy już, w jaki sposób Warren Buffett radzi sobie ze sprawą niepewności przy wycenie przedsiębiorstwa. Żąda większego marginesu bezpieczeństwa. Jest to jedna ze skutecznych strategii obniżania ryzyka związanego z firmami o niejasnej przyszłości, takimi jak firmy techniczne. Inną dobrą strategią jest włączenie ich do portfela zawierającego firmy stabilne, o łatwej do przewidzenia przyszłości.

Przypisuje się Buffettowi stwierdzenie, że następną wielką fortunę zrobi się na rozpoznaniu nowych firm dysponujących swobodą działania. Bill Miller powiada: „Uważam, że firmy techniczne mają obecnie swobodę działania, o której mówi Buffett”. W Buffettowskim świecie produktów konsumpcyjnych

swoboda działania zależy od świadomości marki, swobody w wyznaczaniu cen i udziału w umysłach konsumentów. W świecie techniki czynniki swobody działania obejmują efekt sieci, pozytywne sprzężenia zwrotne, związanie klientów i rosnące zyski.

Miller dodaje: „Sądzę, że wielu ludzi stosuje w odniesieniu do techniki błędny model myślenia. Uważa, że technikę jest bardzo trudno zrozumieć, a zatem wcale tego nie próbuje. Z góry podejmuje decyzję”²². Niewątpliwie istnieje krzywa uczenia się przy poznawaniu techniki, ale uważam, że nabycie umiejętności w tej dziedzinie nie jest wyłączną domeną czarodziejów komputerowych.

Kiedy po raz pierwszy zapoznawaliśmy się z modelem Buffetta przepływów pieniężnych firmy mającej swobodę działania, musieliśmy odejść od stosowanego przez Grahama myślenia w kategoriach niskiego wskaźnika ceny do zysku i ceny do wartości księgowej. Była to wówczas nowa terminologia, nowe definicje, nowy sposób spojrzenia na sprawozdania z zysków i strat oraz konieczność zrozumienia modelu dyskonta dywidendy. Nauczenie się techniki będzie wymagać pewnej zmiany nastawienia psychicznego. Będziemy musieli poznać nowe słowa i nowe modele ekonomiczne. Będziemy musieli nieco inaczej analizować sprawozdania księgowe. Jednakże w ostatecznym rachunku intelektualne wyzwanie nie jest tu większe od tego, z którym mieliśmy do czynienia, kiedy analizowaliśmy, w jaki sposób Buffett odszedł od klasycznego inwestowania w wartość (definiowanego jako kupowanie jedynie tanich papierów wartościowych) i przyjął nowoczesną metodę kupowania wyróżniających się firm po rozsądnych cenach.

Miller powiada: „Jak zawsze, gdy chodzi o każdą nowość, trzeba poświęcić nieco czasu, żeby ją zrozumieć” i wskazuje, że jak powiedzieli Buffett i Peter Lynch, uczenie się jest po prostu sprawą obserwowania, co się dzieje dookoła. Mówi: „Tak, ludzie nadal kupują Coca-Colę, żyletki i korzystają z kart kredytowych American Express; ale korzystają też z America Online, z oprogramowania Microsoftu i kupują komputery Della – i to powszechnie”²³.

Powrót do „Security Analysis”

Raz na tydzień pięćdziesięciu studentów ostatniego semestru kursu magisterskiego Szkoły Zarządzania Columbia University zbiera się w sali wykładowej Uris Hall, żeby wysłuchać trzech godzin wykładów z przedmiotu zwanego „Analizą papierów wartościowych” – tego samego, którego Ben Graham nauczał przed siedemdziesięciu laty. Dzisiaj wykładowcą jest profesor Michael Mauboussin. W czasie, kiedy nie prowadzi zajęć, prof. Mauboussin poświęca czas na oświecanie swoich kolegów z Crédit Suisse First Boston i klientów tego banku.

Mauboussin przyznaje: „Każdego roku, kiedy staję po raz pierwszy przed nową grupą studentów, czuję treść. Odczuwam ogromną pokorę, usiłując podtrzymać tradycję zapoczątkowaną przez Bena Grahama, którego wykładów słuchali studenci tacy jak Warren Buffett. Jest to ogromna odpowiedzialność”²⁴.

Wykłady Mauboussina obejmują trzy ogólne koncepcje. Mówi: „Po pierwsze, kładę nacisk na interdyscyplinarne podejście do inwestowania. Ben Graham był człowiekiem wszechstronnym, który potrafił w swoich naukach uwzględnić idee zaczerpnięte z wielu innych dyscyplin. Staramy się robić to samo. Nie ograniczamy się do podręczników finansowych, ale rozpatrujemy także inne modele i metafory, zastanawiając się nad tym, w jaki sposób mogłyby się odnosić do inwestowania. Po drugie, staramy się zrozumieć rolę psychologii w inwestowaniu. „Pan Rynek” Bena Grahama jest słynną koncepcją, która do dziś zachowała ważność. Trzeba rozumieć, że inwestowanie jest czynnością społeczną i że w procesie tym psychologia człowieka odgrywa istotną rolę. Na koniec, dużo mówimy o koncepcji »marginesu bezpieczeństwa« – nie tylko o tym, jak o niej myślał Ben Graham, ale o tym, jak ją można przedstawić w kategoriach probabilistycznych”²⁵.

Kiedy się patrzy na minione siedemdziesiąt lat, zdumiewają zmiany, które nastąpiły w świecie inwestowania. Nie zmieniły się fundamentalne koncepcje; nadal kluczową sprawą jest kupowanie firm zdrowych pod względem finansowym, dostępnych po rozsądnych cenach, kierowanych przez zdolnych menedżerów. Jednakże gospodarka i biznes przybrały zupełnie nowe kształty, a to wymaga od inwestorów rozwijania stosowanych przez nich modeli myślowych, żeby dotrzymać kroku zmieniającemu się światu.

Zapytałem prof. Mauboussina, jakiej rady udzieliłby młodym ludziom stawiającym pierwsze kroki w świecie inwestowania. „Najpierw powiedziałbym im, że muszą zrozumieć nowe modele ekonomiczne, nie tylko dotyczące danych księgowych i sprawozdań finansowych, ale także sposobu funkcjonowania przedsiębiorstw i ich wzajemnego oddziaływania na siebie jako konkurentów. Po drugie radziłbym, by zrozumieli rolę i ograniczenia istot ludzkich w procesie inwestowania, a po trzecie, powiedziałbym im, że powinni pracować ciężko, ale nie nazbyt ciężko”.

Mauboussin wyjaśnił: „Ciężka praca oznacza nieustanną pracę umysłu, czytanie, ile się tylko da, nie tylko z dziedziny finansów, ale także i innych, aby budować i wzmacniać myślowe modele, potrzebne do zdobycia powodzenia. Kiedy mówię, że nie należy pracować zanadto ciężko, chodzi mi o to, że występuje tendencja równania aktywności z osiągnięciami, a w zarządzaniu pieniędzmi to się po prostu nie sprawdza. Bardzo często lepsze wyniki osiągają ludzie podejmujący rzadziej większe decyzje niż ci, którzy podejmują wiele decyzji w imię pracowitości”.

Gdyby Ben Graham jeszcze żył, sądzę, że się z tym by zgodził. Z pewnością odczuwałby sporą satysfakcję z dziedzictwa Security Analysis. Z biegiem

lat przedmiot ten wykladało wielu wybitnych profesorów, a wielu uzdolnionych studentów z zyskiem zastosowało to, czego się nauczyli, w świecie, w którym żyją i pracują.

¹ *Outstanding Investor Digest*, 8 sierpnia 1997, s. 14.

² Ibid.

³ Ibid., s. 18.

⁴ Ibid., s. 17.

⁵ *Outstanding Investor Digest*, 8 sierpnia 1996, s. 34.

⁶ Doroczne zebranie akcjonariuszy Berkshire Hathaway, 1995.

⁷ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1992 r., s. 13-14.

⁸ Ibid.

⁹ *Outstanding Investor Digest*, 8 sierpnia 1996, s. 29.

¹⁰ „Will the Real Ben Graham Please Stand Up?” *Forbes*, 11 grudnia 1989, s. 310.

¹¹ Z wywiadu udzielonego przez Erica Savitza 2 grudnia 1998 r.

¹² Z wywiadu udzielonego przez Amy Arnott 2 grudnia 1998 r.

¹³ Adam Shell, „Bill Miller: Beating the Market Is Routine”. *Investor's Business Daily*, 7 listopada 1997.

¹⁴ James Cramer, „Wrong! Rear Echelon Revelations: Mutual Funds and Value Judgments”. *TheStreet.com*, 27 lipca 1998.

¹⁵ Sandra Ward, „Another Legend, Another Book?” *Barron's*, 22 czerwca 1998, s. 44.

¹⁶ *Outstanding Investor Digest*, 24 września 1998, s. 48.

¹⁷ *Outstanding Investor Digest*, 13 marca 1998, s. 55.

¹⁸ Ibid.

¹⁹ Z wywiadu udzielonego przez Billa Millera 1 grudnia 1998 r.

²⁰ Poradnikiem, który Bill Miller często określa jako przydatny do zrozumienia firm technicznych, jest: Jeff Moone: *The Gorilla Game: An Investors Guide to Picking Winners in High Technology*. Nowy Jork. Haper Collins Publishers 1998.

²¹ Z wywiadu udzielonego przez Lisę Rapuano 2 grudnia 1998 r.

²² Z wywiadu udzielonego przez Billa Millera 1 grudnia 1998 r.

²³ Ibid.

²⁴ Z wywiadu udzielonego przez Michaela Mauboussina 2 grudnia 1998 r.

²⁵ Ibid.

Matematyka inwestowania

Staramy się myśleć tak, jak myśleliby Fermat i Pascal, chociaż nigdy nie słyszeli o nowoczesnej teorii finansów.

— CHARLIE MUNGER

(Outstanding Investor Digest, 23 czerwca 1994, s. 19)

Już od chłopięcych czasów zawsze Warrena Buffetta fascynowały liczby. Wiemy, że w młodym wieku inwestował w akcje, ale niewielu ludzi zdaje sobie sprawę, że jego zainteresowanie liczbami sięga znacznie dalej i znacznie głębiej niż bilanse i sprawozdania z zysków i strat. Młody Buffett, kiedy nie myślał o giełdzie papierów wartościowych, rozwiązywał zagadki matematyczne. Kiedyś postanowił obliczyć, czy kompozytorzy muzyki kościelnej żyją dłużej niż inni ludzie¹. Jak się przekonał, prawdopodobieństwo długowieczności nie zależy od uzdolnień muzycznych.

Dzisiaj Buffett ma do czynienia z wieloma liczbami, i to nie tylko na giełdzie. Działalność ubezpieczeniowa Berkshire, stawiająca – być może – największe wyzwania matematyczne, jest także lekcją statystyki i rachunku prawdopodobieństwa. Kiedy Buffett nie myśli o ubezpieczeniach lub o giełdzie, często zastanawia się nad obliczeniami dotyczącymi jego ulubionej rozrywki – brydża. Buffett, namiętny gracz jeszcze od czasów uniwersyteckich, co tydzień wiele godzin poświęca brydżowi. Kiedy nie może grać przy stoliku, gra poprzez Internet z innymi fanatykami brydża, rozrzuconymi po całych USA.

Buffett dostrzega duże podobieństwo między grą w brydża a inwestowaniem na rynku papierów wartościowych. Mówi: „Jest to gra wymagająca wyciągnięcia miliona wniosków. Wnioskować można z wielu rzeczy – z kart zagranych i z kart niezagranych. Wnioski te mówią człowiekowi coś o prawdopodobieństwach. Jest to jedno z najlepszych ćwiczeń intelektualnych. Co dziesięć minut analizuje się nowe sytuacje. W brydżu rozważa się stosunek rozgrywek wygranych do przegranych. Cały czas przeprowadza się obliczenia”².

Każdy, kto zetknął się z Buffettem, może powiedzieć, że ma on szczególny dar szybkiego przeprowadzania obliczeń. Chris Stavrou, menedżer finansowy z Nowego Jorku i wieloletni udziałowiec Berkshire Hathaway, wspomina pierwsze spotkanie z Buffettem³.

„Zapytałem go, czy korzysta z kalkulatora. Buffett odpowiedział, że nigdy go nie miał i nie umiałby się nim posługiwać”. Stavrou naciskał: „Ale jak przeprowadza pan bardziej skomplikowane obliczenia? Czy jest pan szczególnie uzdolniony?”

Buffett odpowiedział: „Ależ nie. Po prostu od dawna miałem do czynienia z liczbami. To daje mi wycucie liczb”.

„Czy może mi pan dać przykład? Ile wynosi 99 razy 99?”

Bez chwili wahania Buffett odpowiedział: „9801”. Stavrou zapytał, skąd to wie. Odpowiedział, że czytał autobiografię Feynmana.

Richard Feynman, laureat nagrody Nobla w dziedzinie fizyki, uczestniczył w pracach nad amerykańską bombą atomową. W swojej autobiografii „Surely You're Joking, Mr. Feynman” (Pan z pewnością żartuje, panie Feynman) opisuje technikę przeprowadzania w myślach skomplikowanych obliczeń. Możemy z tego zatem wywnioskować, że Warren Buffett albo (1) pamięta wszystko, co przeczytał, albo (2) potrafi liczyć w myśli z błyskawiczną szybkością.

Stavrou prosił o jeszcze jeden przykład. „Jeżeli cena obrazu wzrasta w ciągu 100 lat od 250 USD do 50 mln USD, jaka jest roczna stopa zwrotu?” Znowu Buffett odpowiedział bez namysłu: „13,0 procent”. Zdumiony Stavrou zapytał: „Skąd pan to wie?”

Buffett odpowiedział, że można tę odpowiedź znaleźć w każdej tablicy procentów składanych. (Czy mielibyśmy z tego wnosić, że Buffett jest chodzącą tablicą procentów składanych? Być może!). Powiedział też, że można do tego problemu podejść w inny sposób, „według tego, ile razy suma się podwaja (trzeba podwoić 250 około 17,6 razy, żeby dojść do 50 milionów, czyli podwajać co 5,7 roku, co wynosi około 13 proc. rocznie)”. Wydawało się, że mówi: „To proste”.

Pomimo skromności Buffetta, jest oczywiste, że ma talent matematyczny. Z tego powodu wielu sceptyków twierdziło, że skuteczność sposobu Buffetta wynika z tych uzdolnień, a zatem nie mogą go stosować ludzie nie mający takiego daru. Nieprawda, mówią Buffett i Charlie Munger. Aby inwestować na sposób Buffetta, inwestorzy nie muszą się uczyć wyższej matematyki. W wykładzie na USC, omówionym w „Outstanding Investor Digest” (OID) Munger wyjaśnił: „To bardzo prosta algebra. Nietrudno jej się nauczyć. Trudno przyzwycząić się do posługiwania się nią na co dzień. System Fermata i Pascala doskonale współbrzmi ze sposobem funkcjonowania świata i jest fundamentalną prawdą. Trzeba się po prostu nauczyć tej techniki”⁴.

Teoria prawdopodobieństwa

Można bez przesady powiedzieć, że rynek papierów wartościowych jest światem niepewnym. W świecie tym występują setki, a nawet tysiące pojedynczych sił, które łącznie wyznaczają ceny. Są to siły pozostające w nieustannym ruchu, z których każda może wyrzucić gwałtowny wpływ na sytuację, a żadnej nie da się przewidzieć z całkowitą pewnością. Zadaniem inwestorów jest zatem zawężenie pola analizy, wyróżnienie i wyeliminowanie tego, co jest najbardziej nieznane, i skupienie się na najmniej nieznanym. Jest to zatem ćwiczenie z dziedziny rachunku prawdopodobieństwa.

Kiedy jesteśmy niepewni co do jakiejś sytuacji, ale mimo to chcemy wyrazić swoje zdanie, często poprzedzamy nasze uwagi zwrotem „istnieje szansa, że...” albo „zapewne”, albo „mało prawdopodobne, żeby...” Kiedy pójdziemy o jeden krok dalej i spróbujemy skwantyfikować te ogólne stwierdzenia, zajmujemy się rachunkiem prawdopodobieństwa. Prawdopodobieństwo jest to matematyczny język niepewności.

Jakie jest prawdopodobieństwo urodzenia przez kotkę ptaka? Zero. Jakie jest prawdopodobieństwo, że słońce jutro wszędzie? Takiemu zdarzeniu, które uważamy za pewne, przypisujemy prawdopodobieństwo wynoszące jeden. Gdy chodzi o zdarzenia, które nie są ani pewne, ani niemożliwe, prawdopodobieństwo ich wystąpienia jest jakąś wielkością ułamkową między 0 i 1. W teorii prawdopodobieństwa chodzi właśnie o ustalenie wartości tego ułamka.

W 1654 r. Blaise Pascal i Pierre de Fermat wymienili szereg listów, które stały się podstawą tego, co dzisiaj nazywamy teorią prawdopodobieństwa. Do Pascala, genialnego matematyka i filozofa, zwrócił się kawaler de Méré, filozof i szuler, o rozwiązanie zagadki, która okazała się zanadto trudna dla wielu matematyków. De Méré chciał wiedzieć, jak dwaj gracze powinni podzielić stawkę, jeżeli muszą przerwać grę przed jej zakończeniem. Pascal zwrócił się z pytaniem kawalera de Méré do Fermata, również geniusza matematycznego.

W książce „Against the Gods” (Wbrew bogom), znakomitym traktacie o ryzyku, Peter Bernstein powiada: „Korespondencja z 1654 r. między Pascalem i Fermatem na ten temat zwiastowała epokowe wydarzenie w historii matematyki i teorii prawdopodobieństwa”⁵. Wspólnie zdołali skonstruować system służący do określania prawdopodobieństwa wystąpienia kilku możliwych wyników.

Praca Pascala i Fermata oznaczała początek teorii decyzji. Teoria decyzji jest to proces, którym się posługujemy, kiedy nie mamy pewności, co się stanie. Bernstein pisze: „Podjęcie tej decyzji jest pierwszym zasadniczym krokiem we wszelkich dążeniach do opanowania ryzyka”⁶. Chociaż to Pascalowi i Fermatowi przypisuje się stworzenie podstaw teorii prawdopodobieństwa, fundamentem jej zastosowania w praktyce była praca innego matematyka, Thomasa Bayesa.

Bayes, który urodził się w Anglii w 1701 r., dokładnie sto lat po Fermacie i 78 lat po Pascalu, prowadził niczym niewyróżniające się życie. Był członkiem

Royal Society (Królewskiego Towarzystwa Nauk), ale za życia nie ogłosił niczego z dziedziny matematyki. Po jego śmierci opublikowano „Essays Towards Solving A Problem In The Doctrine Of Chances” (Esej o rozwiązaniu pewnego problemu w dziedzinie doktryny prawdopodobieństwa) jego autorstwa. W owym czasie nikt nie zwrócił na to większej uwagi. Jednakże, zdaniem Petera Bernsteina, esej Bayesa „był uderzająco oryginalną pracą, która unieśmiertelniła Bayesa wśród statystyków, ekonomistów i innych osób zajmujących się naukami społecznymi”⁷. Zawiera sposób umożliwiający inwestorom zastosowanie w praktyce matematycznej teorii prawdopodobieństwa.

Analiza Bayesa daje nam logiczny sposób rozpatrywania zbioru możliwych wyników, spośród których wystąpi tylko jeden. Koncepcyjnie jest to prosta procedura. Zaczynamy od przypisania prawdopodobieństwa każdemu z wyników na podstawie informacji dostępnych w danej chwili. Jeżeli pojawią się nowe informacje, odpowiednio do nich korygujemy pierwotnie określone prawdopodobieństwa.

Twierdzenie Bayesa daje nam zatem matematyczną procedurę uaktualniania naszych początkowych oczekiwań (wynikających z tego, co nazywał rozkładem informacji a priori), aby uzyskać rozkład informacji a posteriori. Innymi słowy, prawdopodobieństwa a priori połączone z nowymi informacjami dają prawdopodobieństwa a posteriori, zmieniając odpowiednio przewidywane przez nas szanse.

Jak to funkcjonuje w praktyce?

Wyobraź sobie, że spędziłeś z przyjacielem popołudnie na ulubionej grze i teraz, po jej zakończeniu, rozmawiacie o różnych rzeczach. Coś, co twój przyjaciel powiedział, skłoniło cię do przyjęcia zakładu, że w wyniku jednego rzutu kostką uzyskasz sześć oczek. Z prostego prawdopodobieństwa wynika, że masz jedną szansę na sześć, czyli około 16 proc. Przypuśćmy jednak, że to twój przyjaciel rzuca kostką, szybko ją zakrywa, a następnie zagląda. Powiada: „Mogę ci powiedzieć, że to liczba parzysta”. Dzięki tej nowej informacji twoje szanse wzrastają do jednej trzeciej, czyli prawdopodobieństwa wynoszącego 33 proc. Kiedy zastanawiasz się, czy zmienić stawkę, przyjaciel dodaje: „A nie jest to 4”. Wobec tej dodatkowej informacji twoje szanse znowu uległy zmianie i wynoszą 50 proc.

W trakcie tej prostej sekwencji przeprowadziłeś analizę Bayesa. Każda dodatkowa informacja zmieniała przyjęte początkowo prawdopodobieństwo. Na tym właśnie polega wnioskowanie Bayesa.

Analiza Bayesa jest próbą uwzględnienia w procesie wnioskowania lub podejmowania decyzji wszystkich dostępnych informacji o stanach natury. W uczelniach wyższych stosuje się twierdzenie Bayesa do zapoznawania studentów z procesem podejmowania decyzji. W salach wykładowych metodę Bayesa popularnie nazywa się drzewem decyzyjnym, w którym każda gałąź oznacza nową informację kolejno zmieniającą szanse w podejmowaniu decyzji.

Charlie Munger wyjaśnia: „W Harvard Business School wielką kwantyfikacją, prowadzącą do stworzenia więzi między studentami pierwszego roku, jest teoria drzewa decyzyjnego. Polega ona po prostu na zastosowaniu algebry na poziomie szkoły średniej do problemów zaczerpniętych z życia. Studenci są tym zachwyceni. Zdumiewa ich, że algebra ze szkoły średniej przydaje się w życiu”⁸.

Subiektywna interpretacja prawdopodobieństwa

Jak wskazuje Charlie, elementarna algebra jest ogromnie przydatna przy obliczaniu prawdopodobieństwa. Aby jednak wykorzystać teorię prawdopodobieństwa w praktyce inwestowania, musimy nieco bliżej przyjrzeć się, jak się to robi. Musimy zwłaszcza zwrócić uwagę na pojęcie częstotliwości.

Co to znaczy, kiedy mówimy, że prawdopodobieństwo ukazania się orła w jednym rzucie monetą wynosi $1/2$ albo że prawdopodobieństwo ukazania się liczby parzystej w jednym rzucie kostką wynosi $1/2$? Jeżeli w pudełku jest siedemdziesiąt sztonów czerwonych i trzydzieści niebieskich, co to znaczy, że prawdopodobieństwo wyciągnięcia niebieskiego sztonu wynosi $3/10$? We wszystkich tych przykładach prawdopodobieństwo danego zdarzenia jest określane jako częstotliwość jego występowania i opiera się na prawie wielkich liczb.

Jeżeli powtarza się niepewne zdarzenie nieskończoną liczbę razy, to częstotliwość występowania poszczególnych wyników określamy jako jego prawdopodobieństwo. Jeżeli na przykład rzucimy monetą 100 000 razy, oczekiwana liczba ukazania się orła wyniesie 50 000. Zauważmy, że nie powiedziałem „będzie równa 50 000”. Z prawa wielkich liczb wynika, że względna częstotliwość i prawdopodobieństwo będą sobie równe dopiero przy nieskończonej liczbie prób. Teoretycznie wiemy, że prawdopodobieństwo ukazania się orła przy rzucie niesfalszowaną monetą wynosi $1/2$, ale nigdy nie będziemy mogli powiedzieć, że szanse są naprawdę równe, jeżeli nie wykonamy nieskończonej liczby rzutów.

Z oczywistych względów w żadnym problemie związanym z niepewnością nie będziemy mogli nigdy stwierdzić czegoś w sposób ostateczny. Jeżeli jednak problem został dobrze zdefiniowany, powinniśmy móc zestawić wszystkie możliwe wyniki. Jeżeli powtórzymy niepewne zdarzenie dostateczną liczbę razy, częstotliwość poszczególnych wyników powinna stanowić odbicie prawdopodobieństwa ich występowania. Trudność powstaje, kiedy mamy do czynienia ze zdarzeniem, które występuje tylko raz.

W jaki sposób ocenić prawdopodobieństwo zdania jutro egzaminu z fizyki albo prawdopodobieństwo, że dana drużyna odzyska mistrzostwo ligi? Problem, z jakim mamy do czynienia w każdym z tych zdarzeń, występuje tylko raz. Możemy sprawdzić statystykę wszystkich meczy tej drużyny, ale nie mamy do dyspozycji danych o takich samych meczach, rozegranych przez tych samych za-

wodników w takich samych warunkach. Możemy sobie przypomnieć wszystkie poprzednio zdawane egzaminy z fizyki, ale egzaminy nie są identyczne, a nasza wiedza nie jest niezmienna.

Jak możemy obliczyć prawdopodobieństwo bez wielokrotnego powtarzania prób, które dałoby nam rozkład częstotliwości? Otóż nie możemy. Musimy zamiast tego polegać na subiektywnej interpretacji prawdopodobieństwa. Robimy tak stale. Możemy powiedzieć, że szansa odzyskania przez tę drużynę mistrzostwa ligi wynosi 2 do 1, albo że możliwość zdania tego trudnego egzaminu wynosi 1 do 10. Są to stwierdzenia probabilistyczne; opisują one stopień naszego przekonania o danym zdarzeniu. Kiedy nie ma możliwości przeprowadzenia dostatecznej liczby powtórzeń danego zdarzenia, aby uzyskać interpretację prawdopodobieństwa opartą na częstotliwości, musimy polegać na własnym rozsądku.

Widzimy od razu, że wiele subiektywnych interpretacji tych dwóch zdażeń może nas poprowadzić w błędnym kierunku. Jeśli prawdopodobieństwo jest subiektywne, to na nas spada ciężar przeanalizowania poprawności przyjętych założeń. Zatrzymaj się i przemyśl sytuację. Co do zdania egzaminu, czy zakładasz istnienie jednej szansy na dziesięć, bo materiał jest trudny i niedostatecznie go opanowałeś, czy przez fałszywą skromność? Czy lojalność, jaką przez całe życie odczuwasz wobec tej drużyny, przesłania Ci większą siłę innych drużyn?

Według podręczników analizy Bayesa, jeżeli uważasz, że Twoje założenia są rozsądne, to jest „całkowicie do przyjęcia” uznanie subiektywnego prawdopodobieństwa za równe prawdopodobieństwu wynikającemu z częstotliwości⁹. Musisz jednak odrzucić wszystko to, co jest nierozsądne i nielogiczne na rzecz tego, co rozsądne. Pomaga przy tym traktowanie prawdopodobieństwa subiektywnego jako rozwinięcia rachunku prawdopodobieństwa opartego na częstotliwości. W istocie w wielu wypadkach prawdopodobieństwa subiektywne mają większą wartość, bo umożliwiają uwzględnienie zagadnień operacyjnych zamiast uzależniania się od prawidłowości statystycznych w długim okresie.

Praktycznie biorąc, wszystkie decyzje inwestorów, czy sobie z tego zdają sprawę czy nie, są ćwiczeniami z rachunku prawdopodobieństwa. Dla osiągnięcia sukcesu kluczowe znaczenie ma w ich probabilistycznych stwierdzeniach połączenie danych z przeszłości z najnowszymi, jakie mają do dyspozycji. A to jest właśnie analiza Bayesa w praktycznym działaniu.

Prawdopodobieństwo w stylu Buffetta

Buffett mówi: „Należy odjąć prawdopodobieństwo straty pomnożone przez możliwą jej wielkość od prawdopodobieństwa zysku pomnożonego przez jego możliwą wielkość. To właśnie staramy się robić. Nie jest to doskonałe, ale o coś takiego właśnie chodzi”¹⁰.

Dobrym przykładem wyjaśniającym związki między inwestowaniem a teorią prawdopodobieństwa jest praktyka arbitrażu ryzyka. Jak podano w OID, Buffett podzielił się swoimi poglądami na temat arbitrażu ryzyka z grupą studentów Stanford University. Wyjaśniał: „Arbitraż ryzyka to coś, co robię od czterdziestu lat. A mój szef, Ben Graham, robił to przez poprzednie trzydzieści lat”¹¹. Czysty arbitraż to po prostu wykorzystanie rozbieżności cen danego papieru wartościowego na dwóch różnych rynkach. Ceny towarów masowych i walut na przykład są notowane na różnych giełdach rozrzuconych po całym świecie. Jeżeli na dwóch odrębnych giełdach podawane są inne ceny tego samego towaru, możemy go kupić na pierwszej, sprzedać na drugiej, a różnicę schować do kieszeni.

Arbitraż ryzyka, który jest postacią częściej dzisiaj stosowaną, wiąże się z ogłoszonymi fuzjami lub zakupami firm. (Niektórzy gracze giełdowi stosują arbitraż ryzyka w odniesieniu do nieogłoszonych wydarzeń dotyczących korporacji, ale jest to dziedzina, której Buffett unika i której my też będziemy unikać). Buffett powiada: „Moim zadaniem jest ocena prawdopodobieństwa, że zdarzenia te (zapowiedziane fuzje) rzeczywiście wystąpią, i ocena stosunku zysku do strat”¹².

Przed przytoczeniem dalszych uwag Buffetta spójrzmy na następujący scenariusz. Przypuśćmy, że cena Abbott Company na początek dnia wynosiła 18 USD za akcję. Następnie, w trakcie przedpołudnia, oznajmiono, że w tym roku, być może za sześć miesięcy, Abbott zostanie sprzedana Costello Company po 30 USD za akcję. Natychmiast cena akcji Abbott wzrasta do 27 USD, po czym się stabilizuje i zaczyna wahać wokół tej wartości.

Buffett czyta zapowiedź o fuzji i musi podjąć decyzję. Najpierw próbuje oszacować stopień pewności tej informacji. Niektóre transakcje między korporacjami nie dochodzą do skutku. Rada nadzorcza może nieoczekiwanie sprzeciwić się koncepcji fuzji albo Federal Trade Commission (Federalna Komisja Handlu) może do niej zgłosić zastrzeżenia. Nikt nie ma pewności, czy transakcja związana z arbitrażem ryzyka ostatecznie zostanie zawarta, i tu właśnie pojawia się ryzyko.

Proces decyzyjny Buffetta jest ćwiczeniem z dziedziny prawdopodobieństwa subiektywnego. Wyjaśnia: „Jeżeli oceniam na 90 proc. prawdopodobieństwo, że wystąpi pewne zdarzenie, które przyniosłoby 3 punkty procentowe zysku, a na 10 proc. prawdopodobieństwo, że nie wystąpi, co przyniosłoby 9 punktów strat, to należy odjąć 0,90 USD od 2,70 USD; oczekiwana wartość zysku wynosi 1,80 USD”¹³.

Następnie, powiada Buffett, trzeba uwzględnić okres, o który chodzi, a potem porównać zwrot z tej inwestycji ze zwrotem z innych możliwych inwestycji. Jeżeli kupi się jedną akcję Abbott Company za 27 USD, to według obliczeń Buffetta potencjalny zysk wyniesie 6,6 proc. (1,80 USD/27 USD). Gdyby przewidywano realizację transakcji w ciągu sześciu miesięcy, roczna

stopa zwrotu z tej inwestycji wynosiłaby 13,2 proc. Buffett następnie porównałby stopę zwrotu z tego arbitrażu ryzyka ze stopą zwrotu z innych możliwych inwestycji.

Arbitraż ryzyka wiąże się z możliwością poniesienia strat. Buffett przyznaje: „Jesteśmy całkowicie gotowi ponieść stratę na określonej transakcji – jednym z przykładów jest arbitraż – ale nie chcemy zawierać żadnej, w której – naszym zdaniem – prawdopodobieństwo wystąpienia niezależnych zdarzeń określonego rodzaju prowadzi do oczekiwanej straty. Mamy nadzieję, że zawieramy transakcje, w których nasze obliczenia prawdopodobieństwa są uzasadnione”¹⁴.

Wyraźnie widzimy, że dokonywane przez Buffetta szacunki arbitrażu ryzyka są prawdopodobieństwami subiektywnymi. W arbitrażu ryzyka nie ma rozkładu częstotliwości. Każda transakcja jest inna. Każda okoliczność wymaga odmiennych szacunków. Pomimo to warto przy zawieraniu transakcji arbitrażu ryzyka stosować pewne racjonalne obliczenia.

Proces ten nie różni się od inwestowania w akcje zwykłe. Aby to zilustrować, posłużymy się dwoma klasycznymi zakupami akcji zwykłych przez Berkshire Hathaway – Wells Fargo i Coca-Coli.

Inwestowanie w Wells Fargo i Coca-Colę

W październiku 1990 r. Berkshire Hathaway kupiła 5 mln akcji Wells Fargo & Company, inwestując w tę firmę 289 mln USD przy przeciętnej cenie za akcję wynoszącej 57,88 USD¹⁵. Dzięki temu zakupowi Berkshire stała się największym udziałowcem banku, będąc właścicielem 10 proc. jego akcji w obiegu.

Było to posunięcie bardzo kontrowersyjne. Wcześniej tego roku akcje te osiągnęły cenę 86 USD, ale następnie ich ceny gwałtownie spadały, kiedy inwestorzy zaczęli masowo pozbywać się akcji banków kalifornijskich. W owym czasie Zachodnie Wybrzeże USA przeżywało poważną recesję; niektórzy uważali, że banki, które miały portfele pełne hipotecznych należności za kredyty udzielone na cele budownictwa mieszkaniowego i komercyjnego, znajdują się w poważnych kłopotach. Za szczególnie narażony na straty uznawano bank Wells Fargo, który ze wszystkich banków kalifornijskich był największym właścicielem nieruchomości przeznaczonych na cele komercyjne.

Buffett dobrze sobie zdawał sprawę z tego, co się mówi, ale jeśli chodzi o Wells Fargo, doszedł do innych wniosków. Czy wiedział coś, o czym nie wiedzieli inni profesjonalni inwestorzy? Właściwie nie. Inaczej jedynie analizował sytuację. Prześledźmy jego rozumowanie, bo jest to jasny przykład tego, w jaki sposób Buffett posługuje się rachunkiem prawdopodobieństwa.

Po pierwsze, Buffett doskonale znał się na bankowości. W latach 1969–1979 Berkshire była właścicielem Illinois Bank and Trust Company. W tym

okresie Gene Abegg, przewodniczący rady banku Illinois International, nauczył Buffetta, że dobrze prowadzony bank nie tylko może zwiększać swoje dochody, ale przynosić też spore zyski z kapitału własnego. Co ważne, Buffett dowiedział się też, że wartość banku w długim okresie wynika z działań jego zarządu. Kiepscy menedżerowie powodowali wzrost kosztów operacji, udzielając niemądrych pożyczek; dobrzy menedżerowie zawsze szukali sposobów obniżania kosztów, a bardzo rzadko udzielali pożyczek ryzykownych.

Carl Reichardt, ówczesny przewodniczący rady banku Wells Fargo, kierował nim od 1983 r., uzyskując imponujące wyniki. Pod jego przywództwem wzrost dochodów i zysk z kapitału własnego był wyższy od przeciętnego, a sprawność operacyjna zaliczała się do najwyższych w całych USA. Reichardt stworzył także solidny portfel kredytów.

Zdaniem Buffetta, „własność banku wiąże się ze sporym ryzykiem”¹⁶. Jednakże uważał, że ryzyko związane z własnością Wells Fargo dotyczyło trzech możliwości:

„Kalifornijskie banki mają do czynienia ze szczególnym ryzykiem poważnego trzęsienia ziemi, które mogłoby spowodować katastrofalne skutki dla dłużników, co z kolei zniszczyłoby banki udzielające im kredytów.

Drugi rodzaj ryzyka ma charakter systemowy – możliwość tak poważnego osłabienia koniunktury gospodarczej lub wystąpienia takiej paniki finansowej, że zagroziłoby to niemal wszystkim instytucjom o wysokim stopniu zadłużenia, obojętne jak mądrze zarządzanym.

Największą obawą w tej chwili jest to, że gwałtownie spadną ceny nieruchomości na Zachodnim Wybrzeżu w wyniku nadmiaru inwestycji budowlanych, co spowoduje ogromne straty dla banków finansujących tę rozbudowę”¹⁷.

Według Buffetta, nie można było wykluczyć żadnego z tych scenariuszy. Jednakże zgodnie z wszelkimi dostępnymi danymi prawdopodobieństwo trzęsienia ziemi albo poważnej paniki finansowej było małe. (Buffett nie podaje żadnych liczb, ale „małe” prawdopodobieństwo mogłoby oznaczać mniej niż 10 proc.).

Następnie zajął się prawdopodobieństwem trzeciego scenariusza. Rozumował, że znaczący spadek cen nieruchomości nie powinien spowodować poważnych problemów w dobrze zarządzanym banku, takim jak Wells Fargo. Buffett wyjaśnia: „Popatrzmy na pewne obliczenia. Wells Fargo obecnie zarabia sporo ponad miliard USD przed opodatkowaniem, po przeznaczeniu ponad 300 mln USD na niespłacone długi. Jeżeli bank z tytułu 10 proc. wszystkich udzielonych pożyczek wynoszących 48 mld USD – nie tylko pożyczek na nieruchomości – napotka problemy w 1991 r. i jeżeli spowodowałoby to straty (wraz z niezapłaconymi odsetkami) w wysokości 30 proc. nominalnej wielkości, to firma z grubsza nie miałaby ani zysków, ani strat”. Zwróćmy uwagę, że 10 proc. strat w portfelu banku z pewnością świadczyłoby o poważnym osłabieniu koniunktury, do którego Buffett już przypisał „małe” prawdopodobieństwo. Gdyby

jednak nawet tak się stało, to bank i tak nie poniósłby straty. Buffett ciągnął: „Taki rok – który uważamy za jedynie mało prawdopodobny, a nie za coś, co się zapewne zdarzy – nie byłby dla nas powodem do zmartwień”¹⁸.

W obmyślonych przez Buffetta rozmaitych scenariuszach prawdopodobieństwo, że Wells Fargo poniesie długotrwałe szkody, było co najwyżej niskie. Jednakże ceny akcji Wells Fargo na rynku obniżyły się o 50 proc. Zdaniem Buffetta, szanse na zarobienie w wyniku zakupu akcji Wells Fargo były teraz rzędu 2:1, bez jednoczesnego zwiększenia się prawdopodobieństwa popełnienia błędu.

Chociaż Buffett nie przypisuje konkretnych wartości liczbowych swoim stwierdzeniom o prawdopodobieństwie, nie obniża to wartości jego przemyśleń. Myślenie w kategoriach prawdopodobieństwa, subiektywnego czy statystycznego, ułatwia jasne i racjonalne rozpatrzenie zamierzonego zakupu. Zastosowany przez Buffetta sposób racjonalnej analizy Wells Fargo umożliwił mu podjęcie działania i osiągnięcie zysku, podczas gdy inni nie myśleli równie jasno. Pamiętajmy, że jak mówi Buffett, „jeżeli ma się przekonanie, że zysk pomnożony przez prawdopodobieństwo jego osiągnięcia znacznie przekracza stratę pomnożoną przez prawdopodobieństwo jej wystąpienia, to można w pełni świadomie zdecydować się na ryzykowną inwestycję”¹⁹.

Coca-Cola – to inna historia. Dzięki Wells Fargo możemy zobaczyć, jak Buffett opracowuje rozmaite scenariusze i przypisuje im różne prawdopodobieństwa, przypadek Coca-Coli natomiast pozwala nam zorientować się, jak postępuje, kiedy uznaje sytuację za w zasadzie pewną. W wypadku Coca-Coli widzimy Buffetta w działaniu zgodnie z jedną z jego przewodnich zasad: jeżeli prawdopodobieństwo powodzenia jest bardzo wysokie, graj o dużą stawkę.

Buffett nie przeprowadzał pełnej analizy Bayesa, kupując akcje Coca-Coli. Jednakże często powtarzał, że Coca-Cola daje niemal pewność powodzenia. Wobec będących do dyspozycji danych z ponad stu lat dotyczących efektywności inwestycji można było przeprowadzać analizę czegoś bardzo zbliżonego do rozkładu częstotliwości. Następnie, przy zastosowaniu analizy Bayesa wykorzystującej informację a posteriori, Buffett mógł dostrzec różnicę powstającą dzięki kierownictwu sprawowanemu przez Roberta Goizuetę. Goizueta sprzedawał mało efektywne filie i reinwestował uzyskane pieniądze w efektywniejszą produkcję syropu. Buffett wiedział zatem, że finansowe zyski Coca-Coli wzrosną. Ponadto Goizueta skupował na rynku akcje Coca-Coli, dodatkowo zwiększając ekonomiczną wartość przedsiębiorstwa.

Buffett dostrzegł, że od 1988 r. rynek wycenia Coca-Colę o 50 do 70 proc. poniżej rzeczywistej wartości korporacji. Jednocześnie jego ocena nie uległa zmianie: wciąż zwiększało się prawdopodobieństwo, że wzrost cen akcji Coca-Coli przewyższy stopę zwrotu całego rynku. Co zatem zrobił Buffett? W latach 1988–1989 Berkshire Hathaway zakupiła akcje Coca-Coli za 1 mld USD; akcje te z czasem stanowiły ponad 30 proc. wartości portfela Berkshire. Na koniec 1998 r. wartość tej inwestycji przekroczyła 13 mld USD.

Model optymalizacji Kelly'ego

Za każdym razem, kiedy wchodzimy do kasyna gry, prawdopodobieństwo, że wyjdziemy z wygraną jest dość małe. Nic dziwnego; wszyscy wiemy, że kasyno ma większe szanse wygranej. Jest jednak gra, w której, jeśli rozgrywka jest poprawna, ma się szansę na pokonanie kasyna – jest to oczko amerykańskie*. W bestsellerze pod tytułem *Beat the Dealer: „A Winning Strategy for the Game of Twenty One”* (Pobij bank; wygrywająca strategia gry w dwadzieścia jeden) Edward O. Thorp, matematyk z wykształcenia, opisał, w jaki sposób można przechytrzyć kasyno²⁰.

Strategia Thorpa jest oparta na prostej zasadzie. Kiedy w talii pozostaje wiele dziesiątek, figur i asów, gracz – powiedzmy, że to Ty – ma statystyczną przewagę nad bankiem. Jeżeli przypiszesz wysokim kartom wartość -1 , a niskim $+1$, bardzo łatwo możesz śledzić rozdane karty; po prostu trzeba na bieżąco liczyć w pamięci, odejmując albo dodając 1 w miarę odkrywania wysokich i niskich kart. Jeżeli suma jest dodatnia, wiesz, że w talii pozostała jeszcze większość wysokich kart. Sprytni gracze największe stawki zachowują do chwili, kiedy prowadzony w myśli rachunek osiągnie wysoką dodatnią wartość.

Thorp w swojej książce korzystał z modelu zawierania zakładów opracowanego przez Kelly'ego²¹. Z kolei inspiracją dla Kelly'ego był Claude Shannon, twórca teorii informacji.

Shannon, matematyk, który w latach czterdziestych pracował w Bell Laboratories, sporą część swojej kariery zawodowej poświęcił na wyszukanie optymalnego sposobu przesyłania informacji miedzianymi kablami bez jej zniekształcenia wskutek przypadkowych szumów molekularnych. W 1948 r. w artykule pod tytułem „*A Mathematical Theory of Communication*” (Matematyczna teoria komunikacji) opisał to, co odkrył²². Artykuł zawierał wzór na optymalną liczbę informacji, jaką z uwzględnieniem prawdopodobieństwa powodzenia można przepchnąć przez miedziany drut.

Kilka lat później inny matematyk, J.L. Kelly, przeczytał artykuł Shannona i dostrzegł, że zawarty w nim wzór może być równie przydatny w hazardzie – innym rodzaju działalności ludzkiej, w którym przydaje się znajomość prawdopodobieństwa powodzenia. W 1965 r., w artykule pod tytułem „*A New Interpretation of Information Rate*” (Nowa interpretacja tempa przesyłania informacji) Kelly wykazał, że różne tempa przesyłania informacji Shannona oraz możliwe wyniki zdarzeń losowych są w istocie tym samym – prawdopodobieństwami – i że można zastosować ten sam wzór do optymalizacji jednych i drugich²³.

Model optymalizacyjny Kelly'ego, często nazywany optymalną strategią wzrostu, jest oparty na założeniu, że jeżeli się zna prawdopodobieństwo powo-

* W oczko amerykańskie gra się talią składającą się z 52 kart; asy, figury i dziesiątki mają wartość po 10 punktów, a pozostałe karty wartość odpowiadającą ich liczbie oczek [przyp. tłum.].

dzenia, powinno się na dany wynik postawić taką część pieniędzy, które się ma do dyspozycji, jaka maksymalizuje tempo wzrostu. Ma to postać wzoru:

$$2p - 1 = x,$$

gdzie p oznacza prawdopodobieństwo wygranej, x zaś taką część posiadanych pieniędzy, jaką się powinno postawić. Jeżeli na przykład prawdopodobieństwo wygranej z bankiem wynosi 0,55, powinno się postawić 10 proc. swoich pieniędzy, aby uzyskać największy wzrost wygranych. Jeżeli prawdopodobieństwo wygranej wynosi 0,7, powinno się postawić 40 proc. pieniędzy. A jeżeli prawdopodobieństwo to wynosi 1,0, powinno się postawić wszystko, co się ma do dyspozycji.

Wzór Kelly'ego jest optymalny według dwóch kryteriów: (1) minimalizacji oczekiwanego czasu upływającego do osiągnięcia określonego poziomu wygranej i (2) maksymalizacji tempa wzrostu wygranej. Przypuśćmy, że dwóch graczy w oczko ma do dyspozycji po 1000 USD i może grać przez 24 godziny. Gracz nr 1 może w każdym rozdaniu stawiać tylko jednego dolara; gracz nr 2 może zmieniać wysokość stawki w zależności od atrakcyjności kart. Jeżeli gracz nr 2 zastosuje model Kelly'ego i będzie stawiać stosowny procent swoich pieniędzy odpowiednio do prawdopodobieństwa wygranej, to po upływie 24 godzin zapewne osiągnie wyniki znacznie lepsze niż gracz nr 1.

Giełda papierów wartościowych jest, oczywiście, znacznie bardziej skomplikowana niż gra w oczko, w której liczba kart jest skończona, a zatem skończona jest liczba możliwych wyników. Na rynku, gdzie są setki akcji zwykłych i miliony inwestorów, liczba możliwych wyników jest niemal nieskończona. Stosowanie metody Kelly'ego wymagałoby ciągłych przeliczeń i korekt w trakcie całego procesu inwestowania. Niemniej, z podstawowej koncepcji – matematycznego kojarzenia stopnia prawdopodobieństwa z wielkością inwestycji – dla inwestora wynikają ważne nauki.

Powróćmy do naszych dwóch graczy i ich 24 godzin. Zamiast grać w oczko, inwestują teraz na rynku papierów wartościowych. Inwestor nr 1 może inwestować każdorazowo tylko 1 proc. swojego portfela; drugi może zmieniać wysokość inwestycji w zależności od tego, jak postrzega prawdopodobieństwo powodzenia. Który z dwóch inwestorów ma większą szansę optymalnego wzrostu kapitału w danym okresie: inwestor nr 1, który za każdym razem stawia 1 proc., wiedząc, że nie wszystkie akcje stwarzają jednakowe okazje, czy inwestor skoncentrowany, który czeka na pojawienie się zdarzenia o wysokim prawdopodobieństwie powodzenia, a następnie stawia dużą stawkę?

Nie mamy żadnego dowodu na to, że Buffett przy podziale kapitału Berkshire posługuje się modelem Kelly'ego. Jednakże koncepcja Kelly'ego jest racjonalna i moim zdaniem dobrze oddaje sposób myślenia Buffetta. Buffett radzi inwestorom, żeby czekali na pojawienie się najlepszych okazji i wtedy dopiero

inwestowali duże kwoty. W każdym razie stwierdziłem, że model Kelly'ego jest przydatny jako matematyczne wyjaśnienie procesu alokacji portfela.

Uważam, że model Kelly'ego jest narzędziem atrakcyjnym dla inwestorów skoncentrowanych. Jednakże przyniesie korzyści tylko tym, którzy się nim posługują w odpowiedzialny sposób. Z modelem Kelly'ego wiąże się ryzyko i należy zdawać sobie sprawę z jego trzech ograniczeń.

Po pierwsze, każdy, kto zamierza inwestować, czy chce się posłużyć modelem Kelly'ego czy nie, powinien przyjąć horyzont długookresowy. Nawet jeżeli gracz w oczko dysponuje skutecznym modelem, który pomoże mu wygrać z bankiem, sukces nie zawsze się pojawi w ciągu pierwszych kilku rozdań. To samo odnosi się do inwestowania. Ileż to razy inwestorzy trafnie wybrali firmę, ale rynek dopiero po dłuższym czasie nagroził ich za ten wybór!

Po drugie, należy ostrożnie posługiwać się dźwignią finansową. O niebezpieczeństwie zaciągania kredytów po to, by inwestować na rynku papierów wartościowych (przy marginalnym kapitale własnym), głośno mówili zarówno Ben Graham, jak i Warren Buffett. Nieoczekiwanie wierzyciele mogą od nas zażądać zwrotu pożyczki w najgorszym momencie gry. Jeżeli korzystasz z modelu Kelly'ego, mając zaledwie marginalny kapitał własny, spadek cen na giełdzie może Cię zmusić do wycofania się z zakładów o dużym prawdopodobieństwie powodzenia.

Po trzecie, największym ryzykiem w grze z wysokim prawdopodobieństwem powodzenia jest niebezpieczeństwo, że się postawi zbyt dużo. Jeżeli sądzimy, że dane zdarzenie ma 70 proc. prawdopodobieństwa powodzenia, kiedy w rzeczywistości wynosi ono tylko 55 proc., narażamy się na ryzyko „ruiny gracza”. Sposobem na minimalizację tego ryzyka jest stawianie mniejszych stawek – posługiwanie się modelem „połowy Kelly'ego” lub „ułamka Kelly'ego”. To zwiększa bezpieczeństwo stawki i zapewnia odczuwalny poziom psychicznego komfortu. Jeżeli na przykład z modelu Kelly'ego wynikałoby, że należy postawić 10 proc. kapitału (co wskazywałoby, że dane zdarzenie ma 55 proc. prawdopodobieństwa powodzenia), możemy się zdecydować na zainwestowanie jedynie 5 proc. („połowy Kelly'ego”). Ułamkowy Kelly stwarza w zarządzaniu portfelem margines bezpieczeństwa; to, wraz z marginesem bezpieczeństwa stosowanym przy wyborze poszczególnych akcji, stanowi podwójne zabezpieczenie.

Ryzyko związane z postawieniem zbyt dużej stawki jest większe od kary za stawkę zbyt małą; inwestorzy – zwłaszcza dopiero zaczynający stosować strategię inwestowania skoncentrowanego – powinni posługiwać się ułamkowym modelem Kelly'ego. Niestety, minimalizacja stawek minimalizuje też potencjalne zyski. Jednakże ze względu na paraboliczny charakter zależności w modelu Kelly'ego, kara za zbyt niskie stawki nie jest surowa. Połowa Kelly'ego, redukująca stawkę o 50 proc., obniża potencjalne tempo wzrostu zaledwie o 25 proc.

Wskazane jest tu podsumowanie:

1. Aby skorzystać z modelu Kelly'ego, trzeba najpierw myśleć o kupowaniu akcji zgodnie z rachunkiem prawdopodobieństwa.
2. Trzeba być gotowym do gry przez dostatecznie długi okres, żeby uzyskać wynikające z niej korzyści.
3. Trzeba unikać dźwigni finansowej z jej niefortunnymi konsekwencjami.
4. Powinno się stosować margines bezpieczeństwa w każdym zawierającym zakładzie.

Ed Thorp powiada: „System Kelly'ego jest przeznaczony dla ludzi, którzy po prostu chcą pomnożyć swój kapitał i doprowadzić go z czasem do bardzo dużych rozmiarów. Jeżeli masz bardzo dużo czasu i bardzo dużą cierpliwość, jest to wzór odpowiedni dla Ciebie”²⁴.

Ubezpieczenia są podobne do inwestowania

Buffett wyjaśnia: „Ubezpieczenia bardzo przypominają inwestowanie. Jeżeli się uważa, że musi się codziennie inwestować, popełnia się wiele błędów”. Aby osiągnąć powodzenie w inwestowaniu albo w ubezpieczaniu, „trzeba czekać na dobrą okazję”²⁵.

Warren Buffett zajmował się ubezpieczeniami od 1967 r. – kiedy to Berkshire Hathaway kupiła National Indemnity Company. Od tamtego czasu kupił kilka dalszych firm ubezpieczeniowych, w tym GEICO, a ostatnio General Re Corporation. GEICO jest bezpośrednim ubezpieczycielem samochodowym. Dzięki temu, że sprzedaje ubezpieczenia bezpośrednio klientom, bez agentów, może wyznaczać najniższe ceny i obecnie jest przygotowane do przejęcia znacznej części rynku ubezpieczeń samochodowych, o obrotach 100 mld USD. W wyniku fuzji wartości 16 mld USD, przeprowadzonej na koniec 1998 r., General Re zapewniło Berkshire Hathaway pozycję największej firmy reasekuracji od superkatastrof.

Polisy ubezpieczeń od superkatastrof są kupowane przez firmy prowadzące bezpośrednio ubezpieczenia. Firmy te chcą się uchronić przed szkodami finansowymi spowodowanymi przez klęski żywiołowe – przede wszystkim przez huragany albo trzęsienia ziemi. W typowym wypadku ubezpieczyciel bezpośredni chce pokrywać tylko do określonego poziomu szkody wynikające z jednej katastrofy, a następnie reasekurować się u innego ubezpieczyciela od szkód przekraczających ten próg. Berkshire Hathaway ubezpiecza od takich superkatastrof nie tylko bezpośrednich ubezpieczycieli, ale także inne firmy reasekuracyjne, które chcą się uchronić od najgorszych możliwości.

Wycenianie ubezpieczeń od superkatastrof jest sprawą trudną, bo nie ma do dyspozycji rozkładów częstotliwości ani dokładnych danych. (Trzęsienia

ziemi i huragany nie występują dostatecznie często, żeby można było zebrać wiarygodne dane statystyczne; natomiast w ubezpieczeniach samochodowych można korzystać z prawa wielkich liczb). Buffett powiada: „Ubezpieczyciele od katastrof nie mogą po prostu ekstrapolować doświadczeń z przeszłości. Jeżeli na przykład naprawdę występuje »globalne ocieplenie«, prawdopodobieństwa się zmieniają, bo małe zmiany w warunkach atmosferycznych mogą wywołać duże zmiany w pogodzie”. Ponadto, mówi Buffett „w ostatnich latach nastąpił szybki wzrost zaludnienia oraz ubezpieczonego majątku w amerykańskich strefach nadmorskich, szczególnie narażonych na huragany, które są przyczyną numer jeden superkatastrof. Następstwa huraganu, który dwadzieścia lat temu powodował szkody rzędu x dolarów, dziś mogą kosztować $10x$ ”²⁶.

Można by sądzić, że ze względu na trudności przewidywania huraganu albo trzęsienia ziemi, szacowanie prawdopodobieństwa takich zdarzeń jest czystą zgadywanką. Według Buffetta tak nie jest. „Jeżeli nawet nie da się osiągnąć doskonałości w szacowaniu ryzyka, można jednak ubezpieczać w sensowny sposób. W końcu nie musi się znać dokładnej daty urodzenia danego człowieka, żeby wiedzieć, czy ma już prawa wyborcze, ani znać jego dokładnej wagi, żeby dostrzec, że powinien się odchudzić”²⁷. Nie jest to nauka bezbłędna, a niepewność tego rodzaju mogłaby przysparzać zmartwień innym ludziom, ale nie Buffettowi. Powiada: „Mogę z całą pewnością powiedzieć, że mamy najlepszego na świecie człowieka do prowadzenia działalności w dziedzinie superkatastrof: Ajita Jaina, którego wartość dla Berkshire Hathaway jest po prostu ogromna”²⁸.

Ajit jest „kierującym geniuszem” i twórcą działalności Berkshire w dziedzinie superkatastrof. Urodzony w Indiach, zdobył wykształcenie w Harvard Business School. Przed podjęciem pracy w firmie National Indemnity, należącej do Berkshire Hathaway, pracował w IBM i w McKinsey Consulting. Ajit przewidział narastającą potrzebę ubezpieczeń od superkatastrof i dostrzegł, że finansowa siła Berkshire zapewnia jej przewagę konkurencyjną.

Podobnie jak Buffett, Ajit wyraźnie zdaje sobie sprawę z koniecznej wprawy przy subiektywnej interpretacji prawdopodobieństwa. „Realia działalności w dziedzinie superkatastrof są takie, że brakuje wielkiej liczby znaczących danych do analizy. Zaczyna się od danych historycznych i na tej podstawie dokonuje pewnych projekcji. Jest to sztuka bardzo subiektywna”²⁹.

Działalność w dziedzinie ubezpieczeń od superkatastrof jest doskonałym przykładem funkcjonowania w środowisku, w którym z małą częstotliwością występują zdarzenia o dużej szkodliwości. Podobnie jest w inwestowaniu skoncentrowanym. Pamiętajmy, że inwestor skoncentrowany zawiera bardzo niewiele zakładów, ale zawsze dotyczą one zdarzeń o wysokim prawdopodobieństwie powodzenia. Przy poprawnym zarządzaniu portfel skoncentrowany cechuje się małą częstotliwością niepowodzeń, ale kiedy występują, są poważne. Portfel ponosi straty większe od przeciętnych.

Miałem okazję zapytać Charliego Mungera o podobieństwa między inwestowaniem skoncentrowanym a ubezpieczaniem od superkatastrof. Uśmiechnął się i powiedział: „Sposób myślenia w obu wypadkach jest identyczny”³⁰. Jeżeli tak, to historia ubezpieczeń od superkatastrof wskaże nam, czego mogą się spodziewać inwestorzy skoncentrowani. Buffett mówi: „Z samej swojej natury działalność w dziedzinie superkatastrof jest obciążona największą niepewnością ze wszystkich rodzajów ubezpieczeń. Skoro naprawdę duże katastrofy zdarzają się rzadko, można oczekiwać, że nasza działalność w tej dziedzinie przez większość lat przynosić będzie duże zyski, a od czasu do czasu ogromne straty. Trzeba jednak pamiętać, że w ubezpieczaniu od superkatastrof naprawdę straszny rok nie jest jedynie możliwością – jest czymś, co na pewno nastąpi. Pytanie tylko, kiedy”³¹.

Duże zyski przez większość lat, od czasu do czasu poważne straty, a w jakimś punkcie naprawdę straszny rok – jest to trafny opis zarówno skoncentrowanego stylu inwestowania, jak i ubezpieczenia od superkatastrof. (Przypomnijmy sobie historię efektywności naszych czterech inwestorów skoncentrowanych, opisaną w rozdziale 4: Keynesa, Mungera, Ruane’a i Simpsona). Znając możliwość poniesienia takich strat, dlaczego Buffett zajmuje się ubezpieczeniami od superkatastrof? Z tego samego powodu, z jakiego zajmuje się inwestowaniem skoncentrowanym.

Buffett wyjaśnia: „Od czasu do czasu ponosimy duże straty. Jednakże wraz z Charliem chętnie godzimy się na dość zmienne wyniki w zamian za wyższe dochody w długim okresie. Skoro większość menedżerów woli gładką jazdę, dysponujemy przewagą konkurencyjną, którą staramy się maksymalizować. Innymi słowy, wolimy wyboiste 15 proc. od gładkich 12 proc.”³².

Wszystko jest kwestią szans

Charlie wyjaśnił w wykładzie wygłoszonym na University of Southern California, zamieszczonym w OID: „Model, który lubię – taki, który upraszcza zrozumienie tego, co się dzieje na rynku akcji zwykłych – to system zakładów totalizatora na wyścigach konnych. Jeżeli się nad tym zastanowić, totalizator jest giełdą. Każdy tam idzie, robi zakłady, a wysokość wygranych zmienia się odpowiednio do tego, na co się stawia. Tak właśnie się dzieje na rynku akcji”³³.

Rozwijając to rozumowanie, Charlie wyjaśnia sprawę tak, jak to tylko on potrafi. „Każdy głupiec dostrzeże, że koń z niewielkim obciążeniem, o doskonałej historii wygranych biegów, zajmujący dobrą pozycję itd. ma znacznie większą szansę na wygranie biegu niż koń o fatalnej historii, z większym obciążeniem itd., itd. Kiedy jednak popatrzymy na wygrane, okazuje się, że za kiepskiego konia płacą 100 za 1, za dobrego zaś 3 za 2. Wtedy nie wiadomo, co ze statystycznego punktu widzenia jest lepszym zakładem. Stawki zmieniają to w taki sposób, że bardzo trudno wygrać w tym systemie”³⁴.

Przytoczona przez Charliego analogia do graczy na wyścigach konnych idealnie pasuje do inwestorów. Aż nazbyt często przyciąga ich możliwość niewiarygodnie wysokiej wygranej konia, który jednak z niezliczonych powodów nigdy nie wygrywa gonitwy. Albo też inwestorzy wybierają coś pewnego, nie zwracając uwagi na wysokość wygranej. Wydaje mi się, że najlepszym sposobem gry zarówno na wyścigach, jak i na rynku akcji jest spokojnie czekać, aż pojawi się dobry koń z obiecującymi stawkami wyplat.

Andrew Beyer, felietonista „The Washington Post” i autor kilku książek o wyścigach koni pełnej krwi, poświęcił wiele lat obserwacjom, jak bywalcy wyścigów konnych zawierają zakłady, i doszedł do wniosku, że zbyt wielu z nich traci pieniądze w wyniku impulsywnego postępowania. Na torze wyścigowym, jak i gdzie indziej, atmosfera kasyna – chęć działania, rzucenia kostką, postawienia pieniędzy, pociągnięcia za dźwignię, zrobienia czegokolwiek – zmusza ludzi do podejmowania niemądrych zakładów, bez przemyślenia tego, co robią.

Beyer, który rozumie psychologiczny przymus włączenia się do gry, doradza graczom, żeby zaspokajali ten przymus, stosując strategię podziału zakładów na aktywne i podstawowe. Te ostatnie dotyczą poważnych gier, kiedy spełnione są dwa warunki: (1) istnieje spora wiara w możliwość wygrania wyścigu przez danego konia i (2) wygrana będzie większa od wynikającej z obliczeń. Zakłady podstawowe wymagają dużych pieniędzy. Zakłady aktywne, jak wynika z ich nazwy, polegają na tym, że gracz stawia na fuksy oraz że kieruje się przeczuciami; zaspokajają one psychologiczną potrzebę gry. Są to zakłady niewielkie; nigdy nie dopuszcza się do tego, żeby obejmowały większą część puli przeznaczoną na grę.

Beyer powiada, że kiedy gracz przestaje dostrzegać różnicę między zakładami podstawowymi i aktywnymi, „nieuchronnie zmierza w kierunku bezładnych zakładów, bez zachowania należytej równowagi między silnymi i słabymi wyborami”³⁵.

Nowy sposób myślenia

Jeżeli cały pomysł zastosowania matematyki i rachunku prawdopodobieństwa do decyzji inwestycyjnych nieco Cię przeraża, to nie jesteś w tym osamotniony. Jak zauważył kiedyś Charlie Munger, większość ludzi „to kompletne tumany, kiedy mają do czynienia ze zwykłym prawdopodobieństwem i z liczbami”³⁶. Czy warto się nad tym męczyć? Niewątpliwie tak.

Może przyda się, jeżeli nieco się cofniemy i spojrzymy na całość tego, czego nauczyliśmy się w tym rozdziale.

Jedną z pierwszych rzeczy, którą dostrzegamy, kiedy analizujemy sposób zarządzania portfelem przez Warrena Buffetta, jest to, że wierzy on w stawianie znacznych kwot na zdarzenia o dużym prawdopodobieństwie powodzenia. Pro-

wadzi nas to do pierwszego pytania: czym jest prawdopodobieństwo i w jaki sposób je określamy?

Obliczanie prawdopodobieństwa

Jeżeli w rozpatrywanej przez Ciebie sytuacji występuje ograniczona liczba możliwych wyników, obliczanie prawdopodobieństwa jest sprawą prostej arytmetyki. Kostka do gry ma tylko sześć ścian, a więc prawdopodobieństwo, że którakolwiek z nich znajdzie się u góry wynosi jedną szóstą.

Jeżeli liczba możliwych wyników jest nieograniczona, ale jeżeli patrząc wstecz, możemy ustalić znaczną liczbę przypadków wystąpienia poszczególnych zdarzeń, możemy oszacować prawdopodobieństwo na podstawie rozkładu częstotliwości. W taki sposób prognozujemy pogodę w długim okresie, w taki też sposób firmy ubezpieczeniowe określają wysokość stawek od kierowców zaliczonych do poszczególnych klas.

Jeżeli liczba możliwych wyników jest nieograniczona, a nie znamy dostatecznej liczby występowania poszczególnych zdarzeń, żeby móc ustalić rozkład częstotliwości, musimy dokonać interpretacji subiektywnej, zbierając możliwie dużo informacji i starannie je analizując. W takim wypadku określenie prawdopodobieństwa jest zbieżne z poziomem zaufania, jakie mamy do własnej analizy.

Korzystając z którejkolwiek z tych odmian rachunku dochodzimy do określenia szans pojawienia się danego zdarzenia, wyrażonych w postaci procentowej: 50 proc., 70 proc. czy ileś tam.

To jest nasz szacunek prawdopodobieństwa, oparty na tych informacjach, którymi w danej chwili dysponujemy. A co się stanie, kiedy pojawi się nowa informacja?

Korekta obliczeń z uwzględnieniem nowych informacji

Przypuśćmy, że pojawia się nowa informacja, a ponadto że zależnie od rozmaitych okoliczności wyraźnie wskazuje na możliwość wystąpienia więcej niż jednego wyniku. Mamy wtedy do czynienia z drzewem decyzyjnym: jeżeli zdarzy się X, prawdopodobieństwo powodzenia wynosi 55 proc., a jeżeli zdarzy się Y, prawdopodobieństwo zmieni się i wyniesie 70 proc.

Jest to analiza Bayesa. Odpowiedź jest bardziej złożona, bo uwzględnia kilka wariantów, ale proces jest taki sam: rozpatrz kolejne warianty, zbierz możliwie wiele danych i możliwie gruntownie je przemyśl. Następnie uzyskujesz prawdopodobieństwo obliczone dla każdego z wariantów. Oczywiście, pomaga przy tym umiejętność przeprowadzania obliczeń, ale nie jest to talent niezbędny.

Skoro już znamy prawdopodobieństwo na tyle, na ile da się je poznać, stajemy wobec drugiego pytania: Ile powinniśmy postawić – innymi słowy, ile to jest „dużo”?

Ustalanie wielkości zakładu

Z modelu optymalizacji Kelly'ego wynika, ile należy postawić w postaci ułamka całości. Kiedy sytuacja jest płynna i złożona, jak to jest na rynku akcji, być może nie zdołamy zastosować tego wzoru w sposób sztywny. Trzeba będzie przyjąć poprawkę na ciągle zmieniający się układ sił. Nadal jednak obowiązuje podstawowa koncepcja: wielkość inwestycji powinna wzrastać wraz ze wzrostem prawdopodobieństwa powodzenia.

Mamy teraz dwa duże fragmenty całego obrazu: prawdopodobieństwo i wielkość inwestycji. Pozostaje jeszcze jedno pytanie: kiedy powinniśmy działać? Otóż dopiero wtedy, kiedy szanse będą dla nas korzystne.

Badanie szans

Największe jest prawdopodobieństwo, że wygra wyścig koń, który jest faworytem. Stawianie na niego może jednak być nieopłacalne, jeżeli wypłaty wyniosą zaledwie 3 za 2: potencjalny zysk nie jest szczególnie zachęcający. Jeżeli jednak z naszych informacji wynika, że inny koń też ma dużą szansę wygrania, a wypłaty są korzystniejsze, to właśnie na niego należy postawić dużą kwotę.

Teoria prawdopodobieństwa a rynek

Odejdźmy teraz od toru wyścigowego oraz od teorii i przelóżmy to wszystko na realia rynku akcji. Sposób myślenia jest taki sam.

1. *Oblicz prawdopodobieństwa.* Jako inwestor skoncentrowany ograniczysz się do akcji niewielkiej liczby przedsiębiorstw, bo wiesz, że w długim okresie daje Ci to największe szanse na uzyskanie wyników lepszych niż osiągnięte przez rynek jako całość. Kiedy więc rozważasz zakup nowych akcji, chcesz się upewnić, czy Twój wybór zapewni Ci efektywność wyższą od rynkowej. Chodzi Ci tu o określenie prawdopodobieństwa, czy Twoje akcje z czasem przyniosą dochody wyższe niż rynek jako całość.

Dokonujesz szacunku na podstawie znanych Ci częstotliwości, a jeżeli ich nie znasz, to na podstawie interpretacji subiektywnej. Powinieneś dokładnie się przyjrzeć, w jakim stopniu dana firma spełnia zasady Warrena Buffetta (zob. wstawka w rozdziale 1). Możliwie gruntownie zbierz informacje o firmie. Dokonaj jej oceny według tych zasad i na podstawie analizy przekształć tę ocenę w wielkość liczbową. Liczba ta wyraża Twoje przekonanie, że dana firma wygra.

2. *Uwzględnij nowe informacje.* Wiedząc, że będziesz czekać, aż szanse zmienią się na Twoją korzyść, pilnie przyglądaj się temu, co dana firma robi. Czy jej kierownictwo nie zaczyna działać w sposób nieodpowiedzialny? Czy nie ulegają zmianie decyzje finansowe? Czy nie zdarzyło się coś, co zmienia konku-

rencyjny krajobraz, w którym firma działa? Jeżeli tak, to zapewne prawdopodobieństwa ulegną zmianom.

3. *Zdecyduj, ile zainwestować.* Jaką część wszystkich pieniędzy, którymi dysponujesz na inwestowanie na rynku, należy przeznaczyć na ten konkretnie zakup? Zacznij od wzoru Kelly'ego, a następnie skoryguj wynik w dół, może o połowę.

4. *Poczekaj na najlepsze szanse.* Szanse powodzenia przechylają się na Twoją korzyść, kiedy istnieje margines bezpieczeństwa; im sytuacja jest mniej pewna, tym większy margines jest Ci potrzebny. Na rynku akcji margines bezpieczeństwa wynika z niższej ceny. Kiedy akcje firmy, która Ci się podoba, są sprzedawane po cenie niższej od ich rzeczywistej wartości (ustalonej przez Ciebie w procesie analizy prawdopodobieństwa), jest to sygnał do działania.

Jest oczywiste, że proces ten przebiega w pętli. W miarę zmian okoliczności zmieniają się prawdopodobieństwa, a wówczas może Ci być potrzebny nowy margines bezpieczeństwa; musisz więc odpowiednio do sytuacji uwzględnić zmianę tego, co uważasz za najlepsze swoje szanse. Jeżeli wydaje się to zbyt trudne, pomyśl o setkach drobnych decyzji, które podejmujesz w trakcie prowadzenia samochodu, wciąż dostosowując swoje działania do sytuacji wokół Ciebie. Stawka jest wówczas znacznie wyższa – w grę wchodzi bezpieczeństwo Twoje i innych osób – a jednak wprowadzasz te korekty niemal nieświadomie. W porównaniu z tym śledzenie na bieżąco kilku firm jest rzeczą stosunkowo łatwą. Jest po prostu sprawą doświadczenia.

Charlie powiada: „Istotom ludzkim nie jest dany talent umożliwiający im stałe dowiadywanie się wszystkiego o wszystkim. Jednakże tym, które ciężko nad tym pracują – które przeszukują świat i przesiewają go w poszukiwaniu błędnie wycenionego zakładu – zdarza się, że niekiedy na taki natrafiają”. Charlie mówi, że ponadto „mądrzy ludzie stawiają dużo, kiedy świat stwarza im taką okazję. Grają o dużą stawkę, kiedy szanse działają na ich korzyść. We wszystkich innych sytuacjach tego nie robią. Sprawa jest aż tak prosta”³⁷.

Piękno liczb

Na świecie jest wielu ludzi, którzy kochają liczby, którzy do czystej matematyki podchodzą z takim samym nabożeństwem, z jakim inni traktują muzykę klasyczną lub pięknie rzeźbione antyczne meble. Dla nich mówienie o obliczaniu prawdopodobieństw jest przyjemnością samą w sobie.

Dla wszystkich innych matematyka jest po prostu narzędziem do robienia czegoś albo do rozszerzania wiedzy. A jak do wszystkich narzędzi, trzeba się także przyzwyczaić do matematyki, o której mowa w tym rozdziale. Im większej nabieramy wprawy w posługiwaniu się nią, tym się staje łatwiejsza.

Charlie powiada: „Trzeba się nauczyć tej elementarnej matematyki w bardzo praktyczny sposób i rutynowo korzystać z niej w życiu. Jeżeli nie wprowadzi się do swojego repertuaru tych elementarnych, chociaż nieco nienaturalnych podstaw rachunku prawdopodobieństwa, to przechodzi się przez długie życie jak jednonogi człowiek w konkursie kopania. Daje się wszystkim innym ogromną przewagę”³⁸.

Nie ulega wątpliwości, że powodzenie Buffetta ściśle się wiąże z liczbami. Charlie wyznaje: „Jedną z przewag człowieka takiego jak Buffett, z którym współpracowałem przez te wszystkie lata, jest to, że automatycznie myśli w kategoriach drzewa decyzyjnego i elementarnej kombinatoryki”³⁹. Większość ludzi tego nie robi. Nie wydaje się, żeby większość inwestorów była przygotowana psychicznie do myślenia w kategoriach wielu scenariuszy. Mamy skłonność do podejmowania kategoriycznych decyzji i do pomijania prawdopodobieństw.

Myślenie w kategoriach prawdopodobieństw nie jest czymś niemożliwym; po prostu wymaga podejścia do problemu w inny sposób. Ponadto, jeżeli w Twoich założeniach w inwestowaniu pomijasz prawdopodobieństwo statystyczne, zapewne Twoje wnioski są zabarwione emocjami. A emocje, jak zobaczymy w następnym rozdziale, mogą nas skierować w niewłaściwą stronę; zwłaszcza zaś emocje dotyczące pieniędzy.

Jeżeli jednak potrafisz nauczyć się myśleć w kategoriach prawdopodobieństwa, to znajdziesz się na drodze do osiągnięcia zysku dzięki własnym doświadczeniom. Nieczęsto rynek wyceni akcje Coca-Coli czy jakiegokolwiek innego wyróżniającego się przedsiębiorstwa znacznie poniżej ich rzeczywistej wartości. Ale kiedy tak się zdarzy, powinieneś być finansowo i psychicznie przygotowany na to, żeby postawić dużo. Tymczasem powinieneś analizować akcje jako przedsiębiorstwa, pamiętając o tym, że pewnego dnia rynek da Ci niezwykle obiecującą szansę dokonania dobrej inwestycji. Buffett powiada: „Charlie i ja wiemy, jak wiele potrzeba, żeby zaliczyć przedsiębiorstwo do kategorii pewnych, zdajemy sobie więc sprawę, że nigdy nie uda nam się ich zebrać ani pięćdziesiąt, ani nawet dwadzieścia. A zatem do »pewnych« w naszym portfelu dołączamy kilka »bardzo prawdopodobnych«⁴⁰.

¹ Znakomitą biografią Warrena Buffetta jest: Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*. Nowy Jork. Random House 1995.

² Alexander Alger: „Buffett on Bridge”, *Forbes*, 2 czerwca 1997, s. 206-207.

³ Andrew Kilpatrick: *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*. Birmingham, AL. AKPE Publisher 1998, s. 533. Zamieszczono tam cytaty ze spotkania Chrisa Stavrou z Warrenem Buffettem.

⁴ *Outstanding Investor Digest*, 5 maja 1995, s. 49.

⁵ Peter L. Bernstein: *Against the Gods*. Nowy Jork. John Wiley & Sons, Inc. 1996, s. 63.

⁶ Ibid.

⁷ Ibid.

Psychologia inwestowania

Doszedłem do analizy psychologicznych przyczyn błędnych sądów niemal wbrew własnej woli; odrzucałem ją aż do czasu zdania sobie sprawy, że moja postawa kosztuje mnie dużo pieniędzy.

— CHARLIE MUNGER

(Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, Birmingham, AL., AKPE Publisher 1998, s. 683)

Pychologia zajmująca się zakrętami i zwrotami zachowań ludzkich nie znajduje miejsca w hipotezie sprawnego rynku i w nowoczesnej teorii portfela. Według jej zwolenników, sprawny rynek pojawia się dzięki temu, że inwestorzy, korzystający z pełnej informacji, natychmiast racjonalnie ustalają ceny.

Od kiedy jednak ludzie w sprawach finansowych postępują racjonalnie?

Niewiele jest aspektów życia ludzkiego tak nasyconych emocjami jak nasz stosunek do pieniędzy. Podejmujemy więcej emocjonalnych, nielogicznych decyzji w sprawach finansowych niż w jakimkolwiek z pozostałych rodzajów działalności w naszym życiu. Próby zrozumienia finansów bez uwzględniania czynnika ludzkiego przypominają próby żeglowania z kompasem, ale bez mapy; pomija się połowę równania.

Czynnik ludzki jest szczególnie ważny, kiedy mówimy o rynku papierów wartościowych. Im bardziej środowisko jest abstrakcyjne – a dla wielu ludzi akcje są abstrakcją – tym ważniejsze stają się niewymierne czynniki psychologiczne. Jak zobaczymy, wiele czynników wywołujących decyzje podejmowane przez ludzi w sprawach zakupu akcji da się wytłumaczyć jedynie zasadami ludzkich zachowań. A skoro rynek z definicji jest zbiorem decyzji podejmowanych łącznie przez wszystkich nabywców akcji, nie jest przesadą stwierdzenie, że siłą napędową i pociągową całego rynku są czynniki psychologiczne.

Teorię sprawnego rynku przyjmowano jako słuszną od tak dawna i z takim przekonaniem, że wszelkie rozważania dotyczące giełdy i uwzględniające czynniki psychologiczne traktowano w najlepszym razie z wyższością. To znaczy do

niedawna. W ostatnich kilku latach byliśmy świadkami czegoś, co stanowiło rewolucję, a mianowicie stworzenia nowego sposobu traktowania zagadnień finansowych w kategoriach zachowań ludzkich. To połączenie ekonomii i psychologii nosi nazwę finansów behawioralnych. Właśnie w tej chwili przenosi się ono z uniwersyteckiej wieży z kości słoniowej do rozmów prowadzonych przez profesjonalnych inwestorów ..., którzy, jeśli spojrzą za siebie, dostrzegą cień uśmiechającego się Bena Grahama.

Ben Graham

Ben Graham, powszechnie uznawany za ojca analizy finansowej, nauczał trzy pokolenia studentów, jak żeglować po rynkach akcji. Bez przesady można powiedzieć, że jego sposób inwestowania w wartość pomagał setkom tysięcy ludzi w wyborze akcji. Jednakże często pomija się nauki Grahama dotyczące psychologii i inwestowania. Zarówno w „Security Analysis”, jak i w „The Intelligent Investor” Graham poświęcił wiele miejsca wyjaśnieniom, w jaki sposób emocje inwestorów wywoływały wahania na giełdzie.

Graham uważał, że największym wrogiem inwestora nie jest rynek akcji, lecz on sam. Ludzie mający nawet duże uzdolnienia matematyczne, finansowe i księgowo, ale nie potrafiący panować nad swoimi emocjami są źle przystosowani do osiągania zysku w procesie inwestowania.

Jak wyjaśnia jego najsłynniejszy uczeń, Warren Buffett, „w podejściu Grahama występują trzy ważne zasady”. Pierwszą z nich jest po prostu traktowanie akcji jako przedsiębiorstw. „Stwarza to punkt widzenia całkowicie odmienny od tego, którym odznacza się większość ludzi na rynku”. Drugą zasadą jest koncepcja marginesu bezpieczeństwa, która „zapewnia przewagę konkurencyjną”. A trzecią jest postawa prawdziwego inwestora wobec rynku. Buffett powiada: „Jeżeli przyjmujesz taką postawę, wyprzedzasz 99 proc. ludzi działających na rynku akcji – prowadzi to do uzyskania ogromnej przewagi”¹.

Dojście do postawy inwestora, jak mówił Graham, jest sprawą przygotowania się zarówno pod względem finansowym, jak i psychicznym do nieuchronnych wzrostów i spadków na rynku – nie tylko intelektualnego zdawania sobie sprawy, że nastąpi spadek, ale też utrzymania niezbędnej równowagi emocjonalnej, kiedy to się stanie. Według Grahama, poprawna reakcja inwestora na sytuację spadkową na giełdzie jest taka sama, jak reakcja właściciela firmy na nieatrakcyjną ofertę cenową: polega na zlekceważeniu jej. Graham powiada: „Prawdziwy inwestor rzadko kiedy jest zmuszony do sprzedaży należących do niego akcji, a poza tym może nie zwracać uwagi na bieżące notowania”².

Aby podkreślić swój punkt widzenia, Graham stworzył alegoryczną postać, którą nazywa „panem Rynkiem”. Znana historia pana Rynku jest błyskotliwą nauką, jak i dlaczego ceny akcji okresowo są nieracjonalne.

Wyobraźmy sobie, że jesteśmy wspólnikami pana Ryneku w prywatnej spółce. Każdego dnia bez wyjątku pan Rynek wymienia cenę, za którą jest skłonny albo wykupić nasz udział w spółce, albo odsprzedać nam swój. Spółka będąca naszą własnością ma na szczęście stabilną sytuację ekonomiczną, ale ceny, które proponuje pan Rynek, są całkowicie niestabilne. Pan Rynek jest bowiem emocjonalnie niezrównoważony. Bywają dni, kiedy jest wesoły i dostrzega jedynie świetlane perspektywy – wtedy proponuje bardzo wysoką cenę za nasze udziały w spółce. Kiedy indziej jest zniechęcony i dostrzega jedynie kłopoty na przyszłość – wtedy za nasze udziały proponuje bardzo niską cenę.

Graham mówił, że pan Rynek ma jeszcze inną, bardzo miłą cechę. Nie obraża się. Jeśli zignorujemy proponowaną przez niego cenę, następnego dnia pojawi się z nową. To jego portfel jest dla nas pożyteczny, a nie jego mądrość – ostrzegał Graham. Jeśli pan Rynek pojawi się w kiepskim nastroju, możemy go albo zlekceważyć, albo wykorzystać. Jeżeli jednak ulegniemy jego wpływowi, może to przynieść katastrofalne skutki.

Graham pisał: „Inwestor, który popada w panikę albo niepotrzebnie martwi się nieuzasadnionymi spadkami rynkowej ceny swych papierów, w perversyjny sposób przekształca swoją zasadniczą przewagę w zasadniczą słabość. Lepiej by było, gdyby jego akcje w ogóle nie były notowane na giełdzie, bo uniknąłby wtedy cierpienia psychicznego, wywoływanego przez błędne sądy innych osób”³.

Nie popadaj w panikę w wyniku tych błędnych sądów. Taka była prawda głoszona przez Grahama. Buffett dobrze się jej nauczył i z kolei zaleca wszystkim jej stosowanie. Łatwo można zrozumieć, dlaczego Warren Buffett przy okazji dzielił się z akcjonariuszami Berkshire Hathaway opowiadaniem o panu Rynku. Buffett często przypomina im, że skuteczni inwestorzy muszą się cechować zdrowym rozsądkiem i umiejętnością wystrzegania się emocjonalnych zawirowań wywoływanych przez rynek, podobnie jak sam sobie dzięki historycje o panu Rynku przypomina o konieczności odizolowywania się od głupstwa rynku.

Panowie pozwolą: pan Rynek – pan Charlie Munger

Ponad sześćdziesiąt lat temu Ben Graham zaczął pisać o nieracjonalności pojawiającej się na rynku i o tym, jak inwestorzy mogą się uchronić od popełniania błędów. Jednakże w żadnym roku, który upłynął od tego czasu, nie dostrzegło się większych zmian w zachowaniach inwestorów. Nadal postępują oni nieracjonalnie. Strach i chciwość dalej przenikają rynek. Niemądre pomyłki nadal są na porządku dziennym.

Wszędzie dokoła nas dostrzegamy dowody błędnego myślenia. Widzimy je u przyjaciół, u krewnych, u innych bliskich osób – a nawet, jeśli będziemy obiektywni, także u siebie. Jeżeli uważamy, że jest to wniosek zbyt osobisty, możemy wiele się dowiedzieć z badań przeprowadzonych przez profesjonalistów. W 1997 r. Terrance Odean, ekonomista behawioralny University of California opublikował pracę pod tytułem „Why Do Investors Trade Too Much?” (Dlaczego inwestorzy zawierają zbyt wiele transakcji?). W tej pracy zamieścił wyniki obserwacji 10 000 anonimowych inwestorów.

W ciągu kilku lat (1987–1993) Odean prześledził 97 483 transakcje zawarte przez 10 000 losowo wybranych stałych klientów pewnej dużej firmy maklerskiej. Po pierwsze ustalił, że u klientów tych wskaźnik rotacji wynosił 78 proc. rocznie, co oznaczało, że sprzedawali oni i kupowali co roku niemal 80 proc. zawartości swoich portfeli. Następnie porównał te portfele ze średnimi wynikami całego rynku w okresach czteromiesięcznych, rocznych i dwuletnich. We wszystkich tych okresach odkrył zdumiewające zjawiska: (1) akcje kupowane przez badanych inwestorów systematycznie przynosiły wyniki słabsze od średniej rynkowej i (2) akcje, przez nich sprzedawane, dawały wyniki *lepsze* od tej średniej. Odean obliczył, że bez uwzględnienia prowizji akcje sprzedawane przynosiły w okresie rocznym wyniki o 3 punkty procentowe lepsze od akcji kupowanych⁴.

Co mogło zachęcać ludzi do tak nieefektywnych transakcji? Nie można było zapytać dziesięciu tysięcy ludzi, o czym myśleli w danej chwili, nie znamy zatem motywów ich postępowania. Mogło być dziesięć tysięcy różnych przyczyn. Ale jedno możemy wywnioskować z całkowitą pewnością: kiedy chodzi o pieniądze i o inwestowanie, ludzie często mylnie osądzają sytuację.

Może nie poszliśmy dostatecznie daleko. Chociaż potrafiłiśmy wyodrębnić nieracjonalne zachowania, bardzo niewiele zrobiliśmy, żeby wyjaśnić przyczyny wybierania przez inwestorów błędnej ścieżki. Odpowiedź możemy znaleźć w pogłębionej analizie wynikających z psychiki ludzkiej błędnych sądów. Aby zająć się taką analizą, wracamy do Charliego Mungera.

Munger dokładnie przemyślał sposoby zbierania przez nas fragmentów wiadomości z różnych dziedzin i ich kojarzenia w taki sposób, żeby uzyskać prawdziwą wiedzę; przypomnijmy sobie jego koncepcję siatki modeli, wspomnianą w rozdziale 1. Według Mungera jest jasne, że w inwestowaniu potrzeba nam elementarnej znajomości księgowości i finansów. Równie ważne jest jakieś pojęcie o statystyce i prawdopodobieństwie. Jednakże jedną z najważniejszych dziedzin, którą powinniśmy poznać, jest psychologia. W szczególności zwraca uwagę na to, co nazywa psychologią błędnych sądów.

Munger uważa za kluczowy problem to, że nasz mózg w analizie posługuje się skrótami. Zbyt pochopnie dochodzimy do wniosków. Łatwo dajemy się zwieść i poddajemy manipulacji. Charlie powiada: „Osobiście doszedłem do tego, że posługuję się czymś w rodzaju dwukierunkowej analizy. Po pierwsze,

jakie są racjonalne czynniki, które naprawdę sterują interesami, wchodzącymi w grę? A po drugie, jakie występują wpływy tam, gdzie mózg na poziomie podświadomości samoczynnie wykonuje takie rzeczy – ogólnie biorąc pożyteczne, ale często błędne?”⁵. Munger stosuje tę dwuetapową analizę, podejmując decyzje o inwestycjach: najpierw rozważa racjonalne oczekiwania i prawdopodobieństwa; następnie starannie ocenia czynniki psychologiczne.

Szczegółowe omówienie psychologii błędnych sądów zajęłoby zbyt dużą część tej książki. Jednakże na naszą uwagę zasługuje kilka ważnych lekcji psychologii. Jak na ironię, najważniejsze rozważania na ten temat pochodzą z wydziału ekonomii Chicago University – instytucji bardziej znanej z laureatów nagrody Nobla, propagujących teorię sprawnego rynku racjonalnych inwestorów. Jednakże Richard Thaler, ekonomista z Cornell University, podjął pracę na wydziale ekonomii Chicago University jedynie po to, żeby zakwestionować racjonalność zachowań inwestorów.

Finanse behawioralne

Finanse behawioralne są dyscypliną badawczą, poszukującą w teorii psychologii wyjaśnień niesprawności rynku. Naukowcy, w tym Thaler, na podstawie obserwacji, że ludzie, zajmując się swoimi sprawami finansowymi, często popełniają głupie błędy i przyjmują niellogiczne założenia, zaczęli dokładniej analizować koncepcje psychologiczne, żeby wyjaśnić przyczyny nieracjonalności w ludzkim myśleniu. Jak powiedzieliśmy, jest to stosunkowo nowa dziedzina wiedzy, ale to, czego się dowiadujemy, jest fascynujące, a także niezwykle przydatne dla sprytnych inwestorów.

Przesadna wiara w siebie

Z kilku badań psychologicznych wynika, że błędne sądy są wynikiem powszechnie na ogół występującej u ludzi przesadnej wiary w siebie. Zapytajmy liczną próbę ludzi, ilu z nich wierzy, że ma duże umiejętności prowadzenia samochodu, a ogromna większość z nich odpowie, że są więcej niż przeciętnymi kierowcami – co pozostawia otwartą kwestię, kim są słabsi kierowcy. Inny przykład możemy znaleźć wśród lekarzy. Pytani lekarze uważali, że potrafią bezbłędnie rozpoznać zapalenie płuc w 90 proc. przypadków, podczas gdy w rzeczywistości ich diagnozy są trafne tylko w 50 proc.

Pewność siebie nie jest czymś z reguły złym. Jednakże inaczej jest z przesadną wiarą w siebie, która może przynieść szczególnie duże szkody, kiedy zajmujemy się naszymi sprawami finansowymi. Zbyt pewni siebie inwestorzy nie tylko podejmują niemądre decyzje na własny rachunek, ale wywierają też potężny wpływ na rynek jako całość.

Inwestorzy z reguły są bardzo pewni siebie. Wierzą, że są sprytniejsi niż ktokolwiek inny i że potrafią wybrać wygrywające akcje – albo że przynajmniej potrafią wybrać sprytnego menedżera finansowego, który będzie umiał wygrać z rynkiem. Mają skłonność do przeceniania swoich umiejętności i swojej wiedzy. W typowym wypadku polegają na informacjach potwierdzających to, w co uwierzyli, a pomijają informacje sprzeczne z ich poglądami. Ponadto opierają swoje oceny na informacjach łatwo dostępnych, zamiast poszukiwać mało znanych.

Co świadczy o przesadnej wierze w siebie inwestorów? Według teorii sprawnego rynku inwestorzy powinni kupować papiery wartościowe i przechowywać je, a tymczasem w ostatnich latach mieliśmy do czynienia ze zwiększonym obrotem tymi papierami. Według Richarda Thalera inwestorzy i menedżerowie finansowi są przekonani, że dysponują lepszymi informacjami, dzięki którym mogą przechytryć innych inwestorów.

Przesadna wiara w siebie wyjaśnia błędne posunięcia wielkiej liczby menedżerów finansowych. Są zbyt pewni wniosków, które wyciągają z zebranych informacji i uważają, że mają rację w stopniu większym, niż to jest w rzeczywistości. Kiedy wszyscy gracze myślą, że ich informacje są trafne i że wiedzą coś, czego nie wiedzą inni, wynikiem są duże obroty.

Profesor psychologii i spraw publicznych Princeton University Daniel Kahneman powiedział: „Jedną z najtrudniejszych rzeczy do uświadomienia sobie jest to, że się nie ma ponadprzeciętnej inteligencji”⁶. Tymczasem jest smutną prawdą, że nie wszyscy mogą przewyższać średnią. Przesadna pewność siebie nie tylko pomaga wyjaśnić przyczyny nadmiernych obrotów, ale mogłaby też wytłumaczyć, skąd się bierze znaczna część zmienności rynku, występująca w ostatnich latach. Kahneman jest przekonany, że to nadmierna wiara w siebie inwestorów mogła być przyczyną ostrzeżeń dotyczących „nieracjonalnej euforii”, formułowanych przez przewodniczącego Rezerwy Federalnej Alana Greenspana. Pomimo ostrzeżeń analityków o zbyt wysokich cenach akcji, inwestorzy tłumnie pędzili, aby je kupować.

Przesadne reakcje

Thaler wskazuje na kilka przeprowadzonych ostatnio badań, z których wynika, że ludzie przypisują zbyt dużą wagę kilku losowym zdarzeniom, sądząc, że dostrzegają w nich jakąś prawidłowość. W szczególności inwestorzy są skłonni skupiać się na zdobytych najnowszych informacjach i ekstrapolować je; ostatnie sprawozdanie z zysków staje się dla nich zapowiedzią przyszłych dochodów. Następnie, sądząc, że dostrzegają coś, czego inni nie widzą, podejmują szybkie decyzje na podstawie powierzchownego rozumowania.

Oczywiście jest to efekt przesadnej pewności siebie; ludzie sądzą, że wyraźniej niż inni rozumieją dane i lepiej je interpretują. Ale jest też coś więcej.

Efekty nadmiernej pewności siebie ulegają pogorszeniu w wyniku zbyt żywych reakcji. Behawioryści odkryli, że ludzie mają skłonność do impulsywnego reagowania na złe wiadomości i powolnego – na dobre. Psychologowie nazywają to skłonnością do przesadnego reagowania. Jeżeli sprawozdanie z zysków w krótkim okresie jest niekorzystne, reakcja typowego inwestora jest szybka, niezasadniona i przesadna, wywołująca nieuchronny wpływ na ceny akcji.

Thaler nazywa to przywiązywanie nadmiernej wagi do krótkiego okresu „krótkowzrocznością inwestorów” i uważa, że większość z nich znalazłaby się w lepszej sytuacji, gdyby nie otrzymywała miesięcznych sprawozdań. W badaniu, przeprowadzonym wspólnie z innymi ekonomistami behawioralnymi, udowodnił swoją koncepcję w uderzający sposób.

Thaler i jego koledzy poprosili grupę studentów o dokonanie podziału hipotetycznego portfela między akcje i obligacje skarbowe. Najpierw jednak posadzili studentów przed monitorami komputerów, na których symulowali wyniki, jakie dawał ten portfel w ciągu 25 lat. Połowie studentów udostępniano całą górę informacji, pokazujących niestabilny charakter rynku przy wciąż zmieniających się cenach. Drugiej grupie podawano jedynie okresowe wyniki w odstępach pięcioletnich. Na koniec poproszono studentów o dokonanie podziału portfela na następne czterdzieści lat.

Grupa, którą zasypywano ogromną liczbą informacji, między innymi wskazującymi na straty, przeznaczyła tylko 40 proc. swoich pieniędzy na akcje, natomiast grupa uzyskująca informacje jedynie okresowo – niemal 70 proc. Thaler, który co roku wygłasza prelekcję na konferencji behawioralnej, sponsorowanej przez National Bureau of Economic Research (Ogólnokrajowe Biuro Badań Ekonomicznych) i przez Szkołę Administracji im. Johna F. Kennedy’ego Harvard University, mówi słuchaczom: „Radzę wam inwestować w akcje i nie otwierać poczty”⁷.

Thaler jest znany z innych badań, wykazujących nonsensy decyzji krótkookresowych. Przeanalizował akcje wszystkich firm notowanych na giełdzie nowojorskiej i uszeregował je według ich efektywności w ciągu ostatnich pięciu lat. Wyodrębnił 35 firm osiągających najlepsze wyniki (których ceny akcji najbardziej wzrosły) i 35 najgorszych (których ceny akcji najbardziej spadły). Z akcji tych 70 firm utworzył hipotetyczne portfele. Następnie przechowywał te portfele przez następnych pięć lat i zaobserwował, że w ciągu 40 proc. tego okresu akcje „słabych” firm osiągały wyniki lepsze niż akcje „silnych”. Zdaniem Thalera w rzeczywistym świecie niewielu inwestorów potrafiłoby się uchronić od przesadnego reagowania na pierwsze objawy spadku cen i niewielu byłoby takich, którzy skorzystaliby na tym, że ceny akcji firm „przegrywających” zaczynają zmieniać się w przeciwnym kierunku⁸.

Te doświadczenia wyraźnie dowodzą wysuniętej przez Thalera koncepcji krótkowzroczności inwestorów – prowadzącej do niemądrych decyzji. W części przyczyną takich nieracjonalnych, krótkowzrocznych reakcji jest jeszcze jeden czynnik psychologiczny: nasze wrodzone pragnienie unikania strat.

Niechęć do strat

Według behawiorystów, znacznie silniej odczuwamy przykrość związaną ze stratą niż radość z zysku. Z wielu eksperymentów przeprowadzonych przez Thale-
ra i innych badaczy wynikało, że ludziom potrzeba dwukrotnie silniejszych bodź-
ców pozytywnych, żeby przezwyciężyć negatywne. Mając idealnie równe szanse,
wynoszące pół na pół, większość ludzi nie podejmie żadnego ryzyka, jeżeli poten-
cjalna wygrana nie będzie dwukrotnie większa od potencjalnej przegranej.

Zjawisko to nosi nazwę asymetrycznej niechęci do strat: wynik ujemny
wywiera większy wpływ niż wynik dodatni. Jest to jeden z fundamentalnych
czynników psychologii człowieka. W zastosowaniu do rynku akcji oznacza to,
że inwestorzy dwukrotnie silniej odczuwają przykrość z powodu straty pienię-
dzy niż radość z powodu posiadania wygrywających akcji. Tego rodzaju zacho-
wanie znajduje potwierdzenie w makroekonomii. Wiadomo, że w okresie boomu
konsumenci zazwyczaj zwiększają swoje zakupy o dodatkowe 3,5 centa na każ-
dego dolara zwiększonych dochodów, ale w okresie recesji na każdego dolara
spadku obrotów zmniejszają je niemal dwukrotnie (o 6 centów).

Wpływ niechęci do strat na decyzje inwestycyjne jest oczywisty i daleko-
siężny. Wszyscy chcemy wierzyć, że podjęliśmy trafne decyzje. Aby utrzymać
dobrą opinię o sobie, zbyt długo trzymamy się kiepskich wyborów w niejasnej
nadziei, że sprawy przybiorą lepszy obrót. Nie sprzedając naszych przegrywają-
cych akcji, nie musimy przyznawać się do popełnionego błędu.

Ta niechęć do strat powoduje, że inwestorzy stają się nadmiernie ostrożni.
Uczestnicy programów emerytalnych, których horyzont decyzyjny sięga dzie-
sięcioleci, przeznaczają aż 30 do 40 proc. swoich pieniędzy na obligacje. Dla-
czego? Jedyne silnie odczuwana niechęć do strat może skłaniać do tak ostroż-
nego inwestowania. Ale niechęć do strat może też wywierać bardziej
bezpośredni wpływ, skłaniając inwestora do zachowania przegrywających akcji.
Nikt nie chce się przyznać do popełnienia błędu. Ale jeżeli nie sprzeda się błęd-
nie kupionych akcji, to potencjalnie rezygnuje się z zysku, który można by osią-
gnąć przez sprytne reinwestowanie.

Księgowanie w myśli

Jeszcze jednym aspektem finansów behawioralnych zasługującym na naszą
uwagę jest to, co psychologowie zwykli nazywać „księgowaniem w myśli”. Odnosi
się to do naszego zwyczaju zmiany sposobu patrzenia na pieniądze w wyniku zmian
okoliczności zewnętrznych. Mamy skłonność do dzielenia w myśli pieniędzy na
różne „konta”, a to określa sposób naszego myślenia o ich wykorzystaniu.

Jako przykładem posłużymy się prostą sytuacją. Wyobraź sobie, że wra-
casz do domu z żoną po wieczorze spędzonym na przyjęciu. Sięgasz do portfela,
żeby zapłacić opiekunce do dzieci, ale okazuje się, że nie ma w nim banknotu
dwudziestodolarowego, który miał tam być. Wobec tego, odwołując opiekunkę do

dzieci do jej mieszkania, zatrzymujesz się przy bankomacie, pobierasz z niego nowe 20 dolarów i płacisz jej. Następnego dnia stwierdzasz, że te pierwsze 20 dolarów jest w kieszeni Twojej marynarki.

Jeżeli jesteś podobny do innych ludzi, reagujesz radośnie. Te 20 dolarów w kieszeni marynarki to „znalezione” pieniądze. Chociaż zarówno pierwsze, jak i drugie dolary pochodzą z Twojego konta w banku i ciężko na nie pracowałeś, to jednak nie spodziewałeś się tych dwudziestu dolarów, które trzymasz w rękę, i uważasz, że możesz je wydać na błahostki.

Richard Thaler przedstawia interesujący eksperyment, ilustrujący także i tę koncepcję. Uczestniczyły w nim dwie grupy ludzi. Ludzie w pierwszej grupie dostali po 30 dolarów w gotówce. Następnie powiedziano im, że mają dwie możliwości do wyboru: (1) albo schowają pieniądze do kieszeni i pójdą sobie, (2) albo rzucają monetą i w razie wygranej otrzymają dodatkowo 9 dolarów, a jeżeli przegrają, oddadzą 9 dolarów z otrzymanej kwoty. Większość ludzi w tej grupie (70 proc.) przyjęła zakład, rozumując, że w najgorszym razie będą mieli 21 „znalezionych” dolarów. Drugiej grupie zaproponowano inne możliwości wyboru: (1) rzut monetą; przy wygranej otrzymaliby 39 dolarów, a przy przegranej 21 dolarów, (2) otrzymanie równych 30 dolarów bez żadnego hazardu. Ponad połowa (57 proc.) zdecydowała się na pewne pieniądze. Uczestnicy obu grup mogli wygrać dokładnie tyle samo pieniędzy przy identycznych szansach powodzenia, ale odmiennie postrzegali sytuację⁹.

Wnioski są jasne: to, jak podejmujemy decyzje o inwestowaniu i jak zarządzamy tymi inwestycjami, ma ścisły związek z tym, jak myślimy o pieniądzach. Wymieniano na przykład księgowanie w myśli jako kolejną przyczynę faktu, że ludzie nie sprzedają akcji przynoszących słabe wyniki. Otóż ich zdaniem, strata nie powstaje aż do chwili, póki nie dokonają sprzedaży. Innym ważnym zagadnieniem jest sposób traktowania ryzyka. Pełny wpływ tolerancji ryzyka na inwestowanie opisujemy niżej, ale na razie jedno jest jasne: jesteśmy znacznie bardziej skłonni podejmować ryzyko w odniesieniu do znalezionych pieniędzy. W ogólniejszej skali, księgowanie w myśli podkreśla jedną ze słabości hipotezy sprawnego rynku; wskazuje, że ceny na rynku są wyznaczone nie tylko na podstawie zagregowanych informacji, ale i na podstawie sposobu przetwarzania tych informacji przez istoty ludzkie.

Badanie tego, co nami kieruje, jest ogromnie fascynujące. Mnie szczególnie intryguje, dlaczego czynniki psychologiczne odgrywają tak dużą rolę w inwestowaniu, czyli w świecie, który rzekomo jest zdominowany przez liczby i bezduszne dane. Kiedy musimy podjąć decyzję inwestycyjną, nasze zachowania są niekiedy kapryśne, często sprzeczne, od czasu do czasu pozbawione sensu. Niekiedy nasze nielogiczne decyzje są systematycznie nielogiczne, a niekiedy nie da się w nich dostrzec konsekwencji. Podjęliśmy trafne decyzje z niezrozumiałych powodów, a złe decyzje bez jakiegokolwiek sensownej przyczyny.

Szczególnie alarmujące, co powinni zrozumieć wszyscy inwestorzy, jest to, że często nie zdajemy sobie sprawy ze swoich błędnych decyzji. Wiemy już, że aby zrozumieć w pełni rynki i inwestowanie, musimy poznać naszą własną nieracjonalność. Analiza psychologii błędnych sądów jest dla inwestora równie cenna, jak analiza bilansu oraz sprawozdań z zysków i strat. Możesz być mistrzem w sztuce wyceniania przedsiębiorstw, ale jeżeli nie poświęcisz czasu na poznanie finansów behawioralnych, będziesz miał duże trudności z udoskonaleniem swojej strategii portfela i efektywności inwestowania.

Tolerancja ryzyka

Podobnie jak silny magnes przyciąga wszystkie pobliskie kawałki żelaza, Twój poziom tolerancji ryzyka zbiera wszystkie elementy psychologii finansów. Koncepcje psychologiczne są abstrakcyjne; konkretyzują się w codziennych podejmowanych przez Ciebie decyzjach o zakupach i sprzedaży. A przewodnią nicią we wszystkich tych decyzjach jest to, jak się odnosisz do ryzyka.

W ostatnich kilkunastu latach profesjonalni inwestorzy poświęcali wiele wysiłku, aby pomagać ludziom w ocenie ich tolerancji ryzyka. Maklerzy, doradcy inwestycyjni i planiści finansowi dostrzegli ciągle zmiany w indywidualnych zachowaniach. Kiedy ceny na rynku rosną, inwestorzy śmiało powiększają swoje portfele o akcje, a kiedy ceny akcji spadają, powracają do papierów przynoszących stały dochód. Dobrym przykładem jest krach na giełdzie w 1987 r. Z dnia na dzień wielu inwestorów radykalnie wymieniło swoje portfele, sprzedając akcje, żeby kupić obligacje i inne papiery wartościowe przynoszące stały dochód. To przerwianie się z postawy inwestora agresywnego na ostrożnego i z powrotem spowodowało badania nad tolerancją ryzyka.

Początkowo doradcy inwestycyjni sądzili, że ocena tolerancji ryzyka jest prostą sprawą. Uważali, że dzięki wywiadam i kwestionariuszom mogą opracować jej wykres dla każdego inwestora. Kłopot polega jednak na tym, że tolerancja ryzyka u ludzi wynika z emocji, a to oznacza, że ulega zmianie zależnie od okoliczności. Wszystkie zasady psychologii, odgrywające jakąś rolę w naszym stosunku do pieniędzy, wpływają też na nasze reakcje wobec ryzyka. Kiedy rynek gwałtownie słabnie, nawet ci o „agresywnych” profilach stają się bardzo ostrożni. W okresie boomu na rynku akcje kupują nie tylko agresywni, ale i rzekomo ostrożni inwestorzy.

Wpływ wywiera jeszcze jeden czynnik, a tu wracamy do koncepcji przesadnej pewności siebie. W naszej kulturze wielce się podziwia ryzykantów, a inwestorzy ulegają bardzo ludzkiej skłonności przypuszczania, że łatwiej znoszą ryzyko, niż to jest w rzeczywistości. Odgrywają to, co psycholog D.G. Pruitt nazywa „efektem Waltera Mitty”¹⁰.

W latach trzydziestych XX w. James Thurber, jeden z największych humorystów amerykańskich, napisał zabawną nowelę pod tytułem „The Secret

Life of Walter Mitty” (Tajemne życie Waltera Mitty), na podstawie której nakręcono później pamiętny film z Danny Kaye’em w roli głównej. Walter był łagodnym, cichym człowiekiem, całkowicie onieśmielonym przez dominującą, kłótniową żonę. Radził sobie z tym, śniąc na jawie. W swoich marzeniach nieśmiały Mitty magicznie przekształcał się w niezłomnego, rzutkiego bohatera, zawsze gotowego do znalezienia wyjścia z beznadziejnej sytuacji. W pierwszej chwili przeżywał paroksyzm lęku, że zapomniał zlecony mu przez żonę sprawunek; w następnej był nieulekłym pilotem bombowca, samotnie wykonującym niebezpieczną misję.

Pruitt uważa, że inwestorzy reagują na rynek tak, jak Walter Mitty reagował na życie. Kiedy ceny akcji rosną, stają się we własnej opinii odważni i podejmują dodatkowe ryzyko. Kiedy jednak ceny spadają, rzucają się do ucieczki i chowają się do mysiej dziury.

Jak możemy przewyciężyć efekt Waltera Mitty? Przez wyszukanie sposobów pomiaru tolerancji wobec ryzyka, które w możliwie dużym stopniu uwzględniają złożoność tych zjawisk. Musimy, korzystając z psychologii, zajrzeć pod powierzchnię standardowych pytań oceniających i metod analitycznych. Kilka lat temu we współpracy z drem Justinem Greenem z Villanova University opracowałem instrument do analizy ryzyka, skupiający w równie dużym stopniu uwagę na osobowości, jak na bardziej oczywistych i bezpośrednich czynnikach ryzyka. Po zapoznaniu się z literaturą poświęconą tolerancji ryzyka zarówno teoretycznej, jak i doświadczalnej, wyabstrahowaliśmy istotne czynniki demograficzne i cechy osobowości, które łącznie mogą ułatwić ludziom pomiar tej tolerancji.

Odkryliśmy, że skłonność do podejmowania ryzyka wiąże się z dwoma czynnikami demograficznymi: wiekiem i płcią. Ludzie starsi są w mniejszym stopniu skłonni do podejmowania ryzyka, a kobiety są zazwyczaj ostrożniejsze od mężczyzn. Nie występują różnice zależne od zamożności: to, czy się ma mniej czy więcej pieniędzy nie wywiera wpływu na poziom tolerancji ryzyka.

Dwie cechy osobowości ściśle się wiążą z tolerowaniem ryzyka: poczucie osobistej kontroli i motywacja do osiągnięć. Osobista kontrola odnosi się do wrażenia, że człowiek ma wpływ zarówno na środowisko, jak i na decyzje dotyczące jego życia, podejmowane w tym środowisku. Ludzi, którzy uważają, że sprawują taką kontrolę, określa się jako „lokujących ją wewnątrz”. Natomiast „lokujący ją na zewnątrz” uważają, że sprawują kontrolę w niewielkim stopniu; czują się jak liście miotane tu i tam przez wichry, na które nie mają wpływu. Według naszych badań, ludzie o dużej skłonności do podejmowania ryzyka w przeważającym stopniu zaliczali się do tych pierwszych.

Motywacja do osiągnięć oznacza stopień, w jakim ludzie są nastawieni na cele. Stwierdziliśmy, że ludzie podejmujący ryzyko są także nastawieni na cele, chociaż silne skupianie się na celach może prowadzić do poważnych rozczarowań¹¹.

Oto kilka pytań opracowanych na podstawie naszego instrumentu analitycznego, które pomogą Ci przemyśleć własną postawę w odniesieniu do lokalizacji kontroli i motywacji do osiągnięć [(A) i (B)].

Poznanie własnej skłonności do ryzyka nie jest tylko prostą sprawą określenia bezpośredniej korelacji między osobistą kontrolą i motywacją do osiągnięć. Aby odkryć prawdziwe związki między tymi cechami osobowości a podejmowaniem ryzyka, trzeba się zastanowić, jak widzi się środowisko, w którym występuje ryzyko¹². To znaczy, czy traktuje się giełdę papierów wartościowych (1) jako grę, której wynik zależy od szczęścia, czy też (2) jako dylemat sytuacyjny, w którym dokładne informacje w połączeniu z racjonalnym wyborem prowadzą do pożądanego wyniku. Spójrzmy na zbiór pytań (C).

A. Czy sprawujesz kontrolę nad własnym przeznaczeniem?

Które z następujących stwierdzeń najdokładniej odpowiada Twoim poglądom?

1. (a) W długim okresie ludzie na ogół cieszą się takim szacunkiem, na jaki zasługują.
(b) Niestety, wartość ludzi często jest niedoceniana niezależnie od ich wysiłków.
2. (a) Zaufanie losowi nigdy nie okazało się dla mnie równie korzystne, jak podjęcie decyzji konkretnego działania.
(b) Zawsze się okazywało, że co się ma stać, to i tak się stanie.
3. (a) Sam jestem przyczyną tego, co się ze mną dzieje.
(b) Niekiedy uważam, że w niedostatecznym stopniu panuję nad kierunkiem, w którym zmierza moje życie.

B. Czy skupiasz się na osiągnięciach?

W jakim stopniu następujące stwierdzenia opisują Twoją postawę?

1. Nie lubię pracować nad zamierzeniem, jeżeli nie wiem, jak mi idzie, a więc opracowuję plany umożliwiające mi pomiar szybkości, z jaką osiągam swój nadrzędny cel.
2. Jednym z kluczowych zamierzeń w moim życiu jest robienie rzeczy, których nikt przede mną nie robił.
3. Kiedy gram w jakąś grę, w równym stopniu zależy mi na tym, żeby dobrze grać, jak na tym, żeby wygrać.
4. We wszystkim co robię – czy jest to praca, sport lub hobby – staram się postawić sobie możliwie wysoką poprzeczkę; inaczej cóż by to była za przyjemność?

C. Czy to szczęście czy ciężka praca?

1. (a) Aby zebrać dużo pieniędzy na giełdzie papierów wartościowych, potrzeba dużo szczęścia.
(b) Tymi, którzy zarabiają duże pieniądze na giełdzie, są ludzie umiejący podejmować decyzje.
2. (a) Wiele nieszczęść przytrafiających się ludziom po części wynika z ich pecha.
(b) Nieszczęścia ludzi wynikają z popełnianych przez nich błędów.
3. (a) Bez szczęśliwych zbiegów okoliczności nie można zostać skutecznym przywódcą.
(b) Uzdolnieni ludzie, którym nie udało się zostać przywódcami, nie wykorzystali swoich możliwości.
4. (a) Nie zawsze warto planować na dalszą przyszłość, bo i tak okazuje się, że wiele spraw zależy od szczęścia albo od pecha.
(b) Kiedy opracowuję plany, jestem niemal pewien, że uda mi się je zrealizować.

Rozważmy teraz, w jaki sposób współdziałają wszystkie te elementy osobowości. Pomyślmy na przykład o ludziach mających silne poczucie sprawowania kontroli nad swoim środowiskiem, przekonanych o własnej zdolności wywierania wpływu na wyniki. Jeżeli uważają, że giełdą rządzi przypadek, będą niechętnie nastawieni do ryzyka. Jeżeli jednak postrzegają wyniki na giełdzie jako skutki wykorzystania umiejętności, będą mieć dużą skłonność do podejmowania ryzyka.

Z naszych badań wynikało, że inwestor cechujący się wysoką tolerancją ryzyka to ktoś, kto wyznacza sobie cele, kto wierzy, że sprawuje kontrolę nad środowiskiem i że może wpływać na wyniki. Osoba taka traktuje giełdę jako dylemat sytuacyjny, w którym informacja w połączeniu z racjonalnymi wyborami doprowadzi do pożądanego wyniku. Czy Ci to kogoś nie przypomina? Jak określilibyśmy Warrena Buffetta? Jak określilibyś samego siebie?

Psychologia inwestowania skoncentrowanego

Wszystko to, czego nauczyliśmy się o psychologii i inwestowaniu, znajdziemy u Warrena Buffetta. Liczy on raczej na własne badania niż na szczęście. Jego działania wynikają ze starannie przemyślanych celów, nie zbacza więc z drogi pod wpływem zdarzeń krótkoterminowych. Rozumie rzeczywiste elementy ryzyka i z pewnością siebie przyjmuje konsekwencje.

Na długo, zanim finanse behawioralne otrzymały swoją nazwę, rozumieli je i akceptowali nieliczni odszczepieńcy, tacy jak Warren Buffett i Charlie Munger. Charlie wskazuje, że kiedy on sam i Buffett ukończyli studia, weszli „do świata biznesu, żeby odkryć ogromne, możliwe do wykrycia układy skrajnej nieracjonalności”¹³. Nie mówił o przewidywaniu, w jakiej chwili to nastąpi, ale raczej o tym, że kiedy pojawi się nieracjonalność, to prowadzi do przewidywalnych schematów dalszych zachowań.

Oprócz Buffetta i Mungera dopiero ostatnio większość profesjonalistów z dziedziny inwestowania poważnie zajęła się stykiem finansów i psychologii. Dla wielu czytelników koncepcje przedstawione w tym rozdziale są cenne po prostu ze względu na czystą przyjemność poznania czegoś nowego. Jednak chodzi o znacznie więcej.

Emocje wokół inwestowania są czymś bardzo rzeczywistym w tym znaczeniu, że wpływają na zachowania ludzi, a w konsekwencji na ceny giełdowe. Czytelnik z pewnością już zrozumiał dwie przyczyny sprawiające, że wiedza o dynamice zachowań ludzkich jest tak ważna w jego własnym procesie inwestowania:

1. Daje mu wskazówki pozwalające uniknąć najczęściej popełnianych błędów.
2. Umożliwia dostrzeżenie cudzych błędów dostatecznie wcześnie, żeby dało się na nich zarobić.

Wszyscy jesteśmy narażeni na czyjeś błędne sądy, które mogą wywierać wpływ na nasze osobiste powodzenie. Kiedy błędne sądy wydają tysiące lub miliony ludzi, ich łączny wpływ może pchnąć giełdę ku katastrofie. W takiej sytuacji, wobec silnej pokusy zachowań stadnych, błędne sądy kumulują się. Na burzliwym morzu nieracjonalnych zachowań może się okazać, że przetrwają jedynie ci nieliczni, którzy postępują racjonalnie.

Do skutecznego inwestowania skoncentrowanego potrzeba określonego temperamentu. Droga jest zawsze wyboista, a świadomość, którą ścieżkę należy wybrać, często jest niezgodna z intuicją. Ciągłe zawirowania na giełdzie mogą niepokoić inwestorów i powodować, że będą oni postępować nieracjonalnie. Trzeba być wyczulonym na te emocje i przygotować się na rozsądne działanie, jeżeli nawet instynktownie chcielibyśmy się zachowywać inaczej. Jednakże, jak dowiedzieliśmy się, przyszłość nagradza za inwestowanie skoncentrowane w stopniu uzasadniającym nasze duże wysiłki.

¹ *Outstanding Investor Digest*, 10 sierpnia 1995, s. 11.

² Benjamin Graham: *The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel*. Nowy Jork. Harper & Row 1973, s. 683.

³ *Ibid.*, s. 107.

⁴ Fuerbinger: „Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird-Brained”. *The New York Times*, 30 marca 1997, sekcja 3, s. 6.

⁵ *Outstanding Investor Digest*, 5 maja 1995, s. 51.

Rynek jako złożony system dostosowawczy

Jedyny pożytek z prognozów giełdowych polega na tym, że na ich tle dobrze wypadają wróżbici.

— WARREN BUFFETT
(Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1992 r., s. 6)

Każdy, kto od dłuższego czasu obserwował Warrena Buffetta, zna jego jasny pogląd na prognozowanie: nie warto na to tracić czasu. Czy to w odniesieniu do gospodarki, do giełdy czy do cen poszczególnych akcji, Buffett jest święcie przekonany, że w inwestowaniu nie ma miejsca na prognozy. W ciągu ponad czterdziestu lat zgromadził ogromny majątek i osiągnął rekordowe wyniki, po prostu inwestując w świetne przedsiębiorstwa z jednoczesnym unikaniem katastrofalnego odwracania uwagi, przydarzającego się inwestorom popadającym w obsesję odgadywania kierunków, w których giełda będzie zmierzać. Buffett powiada: „Można przewidywać to, że ludzie będzie cechować chciwość, strach lub głupota. Nie da się jednak przewidzieć, w jakiej to nastąpi kolejności”¹.

Dla wielu zwolenników Buffetta prognozy giełdowe są zbędne. Mogą realizować swoje inwestycje, nie dopuszczając do tego, żeby przygodni wróżbici przeszkadzali im w pracy. Jest jednak znacznie więcej takich inwestorów, którzy pomimo dobrych chęci nie potrafią się oprzeć przekupniom sprzedającym krople na jasnovidzenie.

W całej historii ludzkości zawsze pociągali nas ludzie – a także koncepcje lub systemy – rzekomo dysponujący zdolnością przewidywania przyszłości. Czarownicy i prorocy, szamani i uzdrowiciele, chiromanci i wróżbici, specjaliści od giełdy i prognozy ekonomiczni przyciągali uwagę milionów ludzi, mówiąc po prostu: „Potrafię powiedzieć wam dzisiaj, co się stanie jutro”. Choć historia zna mnóstwo osób, które początkowo otaczano czcią, a później niszczone, na ich miejsce przychodzą szeregi nowych wróżbitów, pewnych, że znajdą chętnych słuchaczy.

Tabela 8.1. Prognozowanie stóp procentowych
Ankiety Wall Street Journal wśród ekonomistów (prognozy dotyczące trzydziestoletnich obligacji skarbowych)

Data prognozy	Prognozowany uzysk	Rzeczywisty wynik	Prognozowany kierunek zmian
	w procentach		
06/82	13,05	13,92	
12/82	13,27	10,41	Trafny
06/83	10,07	10,98	Błędny
12/83	10,54	11,87	Błędny
06/84	11,39	13,64	Błędny
12/84	13,78	11,53	Błędny
06/85	11,56	10,44	Błędny
12/85	10,50	9,27	Błędny
06/86	9,42	7,28	Błędny
12/86	7,41	7,49	Trafny
06/87	7,05	8,50	Błędny
12/87	8,45	8,98	Błędny
06/88	8,65	8,85	Trafny
06/89	9,25	8,04	Błędny
12/89	8,12	7,97	Błędny
06/90	7,62	8,40	Błędny
12/90	8,16	8,24	Trafny
06/91	7,65	8,41	Błędny
12/91	8,22	7,39	Trafny
06/92	7,30	7,78	Błędny
12/92	7,61	7,39	Trafny
06/93	7,44	6,67	Błędny
12/93	6,84	6,34	Błędny
06/94	6,26	7,61	Błędny
12/94	7,30	7,87	Błędny
06/95	7,94	6,62	Błędny
12/95	6,60	5,94	Trafny

Uwagi: (1) Sześciomiesięczna „przeciętna” prognoza ekonomistów. (2) Półroczne ankiety przeprowadzane przez Wall Street Journal. (3) Jedynie w 9 na 31 prognoz trafnie określono kierunek zmian.

Źródło: Dane Wall Street Journal opracowane 30 czerwca 1998.

Niebezpieczeństwa prognozowania

Jako drobny przykład tego, jak zdradzieckie są wody, po których muszą żeglować progności, weźmy poniższe pod uwagę:

Spójrzmy wstecz na opracowywane co pół roku od szesnastu lat prognozy oprocentowania trzydziestoletnich bonów Skarbu USA (tabela 8.1). Z trzydziestu jeden prognoz nie tylko żadna się nie sprawdziła, ale co zdumiewające, progności w dwudziestu dwóch wypadkach błędnie przewidywali kierunki zmian.

Dzisiejszy dostęp do jutrzejszej gazety zapewniłby nam oczywistą przewagę finansową, ale sądzę, że w pragnieniu poznania przyszłości chodzi o coś znacznie bardziej złożonego niż tylko o pieniądze. Podejrzewam, że my, istoty ludzkie, odczuwamy silną psychologiczną potrzebę dowiedzenia się, co nas czeka w przyszłości. Być może, świadomość braku wiedzy o tym, co będzie, jest tak dokuczliwa, że nie możemy się oprzeć nikomu albo niczemu, mogącemu tę dokuczliwość usunąć. Należałoby uzupełnić siatkę modeli Charliego Mungera o analizę tej psychologicznej słabości.

Pamiętajmy: Buffett nie twierdzi, że przyszłości nie da się przewidzieć. W końcu wiemy, że rynek z czasem wynagrodzi firmy, które potrafią zwiększać wartość dla akcjonariuszy. Ale nie wiemy dokładnie, kiedy się to stanie. Możemy też śmiało przewidywać, że ceny akcji nadal będą zmienne. Nie wiemy tylko, czy w przyszłym roku wzrosną czy spadną. Korzystanie ze sposobu Warrena Buffetta nie wymaga od nas trafnego odgadywania najbliższej przyszłości. Kluczowa jest tylko świadomość, że się kupiło odpowiednią firmę. Poza tym możemy być pewni, że nasz wybór z czasem zostanie nagrodzony.

Jeżeli należysz do tych nielicznych, którzy dawno już przestali się interesować prognozami giełdowymi, możesz przejść do ostatniego rozdziału tej książki. Pozostali czytelnicy, którzy od czasu do czasu odczuwają pokusę skorzystania z rad prognostów, powinni poświęcić kilka minut na przeczytanie do końca tego rozdziału, który – mam nadzieję – ostatecznie podważy wszelką myśl o tym, że należy albo warto przewidywać przyszłość giełdy w krótkim okresie.

Teoria klasyczna

Klasyczna teoria ekonomii dowodzi, że giełda i gospodarka to systemy, które w stanie naturalnym pozostają w równowadze. Pomimo oddziałujących w przeciwnych kierunkach sił podaży i popytu albo cen i ilości giełda oraz gospodarka zawsze mogą osiągnąć stan równowagi. W tym świecie rynki są

sprawne, mechanistyczne i racjonalne. Teoria ta, sformułowana ponad sto lat temu przez Alfreda Marshalla, nadal dominuje w naszym myśleniu. Michael Mauboussin ze Szkoły Zarządzania Columbia University wyjaśnia, że poglądy ekonomiczne Marshalla „są oparte na założeniu, że ekonomia jest nauką zbliżoną do fizyki Newtona, z wykrywalnymi związkami przyczynowo-skutkowymi i wynikającą z tego możliwością prognozowania”².

Nowoczesne nauki ścisłe, które w istocie narodziły się czterysta lat temu, opierają się na założeniu, że natura rządzi się uniwersalnymi prawami przyczyn i skutków. Według Ilii Prigogina, laureata nagrody Nobla w dziedzinie fizyki, ta wizja nauki jest oparta na przekonaniu, że przyszłość wynika z teraźniejszości i że da się ją określić przez staranną analizę danych z dnia dzisiejszego. Taki pogląd był oczywiście zaledwie jedną z teoretycznych możliwości. Jednakże i tak umożliwił naukowcom przejście od świata pozorów do świata zrozumienia rzeczywistości.

Znany brytyjski filozof nauki Karl Popper wyjaśnia, że nowoczesna nauka ma korzenie w determinizmie. Powiada, że determinizm naukowy jest „wynikiem zastąpienia koncepcji Boga koncepcją nauki i koncepcji prawa boskiego koncepcją prawa naturalnego. Natura (albo może prawa natury) jest wszechwładna i wszechwiedząca – wszystko ustala z góry. W przeciwieństwie do poznania Boga, który jest niezbadany i którego można poznać jedynie przez objawienie, rozum człowieka wspomagany przez doświadczenie może poznać prawa natury. Jeżeli zatem znamy prawa natury, możemy na podstawie danych z dnia dzisiejszego prognozować przyszłość czysto racjonalnymi metodami”³.

Isaac Newton był pierwszym deterministą nowoczesnej nauki. Jego teoria grawitacji była podstawą mechaniki, będącej jądrem fizyki, a w ten sposób stworzyła paradygmat, od tamtego czasu wciąż naśladowany w odkryciach naukowych. Nie ma wątpliwości, że model odkrywcy Newtona jest potężny. Od stuleci umożliwiał naukowcom wytyczanie nowych obszarów wiedzy.

U Isaaca Newtona wszechświat jest równie mechaniczny i równie przewidywalny jak zegar. W ciągu stuleci fizycy, biologowie i chemicy opracowali modele wiedzy, odzwierciedlające Newtonowską wizję porządku. Jednakże to przywiązanie do modelu Newtona mogło wypaczyć nasz sąd. Według brytyjskiego fizyka Jamesa Clerka Maxwella „ci, którzy skłaniają się ku determinizmowi, w swoich sądach zawsze kierowali się tym, że fizycy, a zwłaszcza ich rzecznicy, stale zwracają uwagę na te problemy, które wzmacniają obraz zegarowego wszechświata”⁴.

Wielu naukowców niepokoi dziś to, że Newtonowskie ramy odniesienia nie pozwalają nam postrzegać świata zgodnie z jego rzeczywistym zachowaniem. Newtonowska fizyka klasyczna, będąca zbiorem praw mechanicznych opisujących zdarzenia fizyczne, jest zbyt sztywna do opisanego bogactwa życia. Nie ma wątpliwości, że prawa Newtona zachowują w pełni ważność, kiedy mamy opisać orbity planet, ale kiedy chcemy opisać reprodukcję komórek, systemy

immunologiczne i zachowania istot ludzkich, Newtonowski mechaniczny proces jest wysoce niewystarczający. Okazuje się, że klasyczne prawa nauki nie pozwalają nam lepiej zrozumieć życia.

Przez wiele lat pewna grupa naukowców unikała badania zjawisk, które nie poddawały się wizji Newtona, i wyznawała pogląd, że świat znajduje się w stanie równowagi. Genetyk Richard Lewontin „nazwał tych naukowców »wyznawcami Platona« od słynnego ateńskiego filozofa, który oznajmił, że nieporządne, niedoskonałe przedmioty, które widzimy wokół siebie, są jedynie odbiciem doskonałych archetypów”⁵. Według Lewontina istnieje druga grupa naukowców, którzy postrzegają świat jako proces zmiany, z materialnymi cząstkami wirującymi w nieskończonej liczbie kombinacji. Lewontin nazywa tych naukowców „wyznawcami Heraklita” od jońskiego filozofa, który namiętnie i poetycznie dowodził, że świat jest w stanie ciągłej zmiany⁶. Heraklit, który żył 200 lat przed Platonem, powiedział, że „tych, którzy wstępują do tych samych rzek, opływają wciąż inne wody”, co Platon sparafrazował w stwierdzeniu „Nie można dwa razy wstąpić do tej samej rzeki”⁷.

„Kiedy przeczytałem słowa Lewontina”, powiedział ekonomista ze Stanford University, Brian Arthur, „była to dla mnie chwila objawienia. Zacząłem wtedy wreszcie rozumieć, co się dzieje. Pomyślałem sobie: »Tak! Wreszcie zaczynamy dochodzić do siebie po Newtonie«”⁸.

Brian Arthur, o wykształceniu matematycznym i ekonomicznym, od lat starał się pogodzić swój pogląd na gospodarkę z poglądami innych teoretyków ekonomii, którzy wciąż jeszcze głosili Marshallowską wizję świata. Odpowiedzi na zagadkę Arthura nie można było znaleźć w wieżach z kości słoniowej najbardziej prestiżowych uczelni USA ani w wieżowcach Nowego Jorku, światowego centrum handlu. Odpowiedź znajdowała się w najbardziej nieoczekiwanym miejscu – w górach Sangre de Cristo w Nowym Meksyku.

Instytut Santa Fe

W przepięknej stolicy stanu Nowy Meksyk, Santa Fe, obok starych domów z suszonej cegły i nowoczesnych galerii sztuki znajduje się wspaniała budowla na wzgórzu, będąca niegdyś prywatną rezydencją. Dzisiaj jest to siedziba godnego uwagi środowiska naukowego, zwanego Instytutem Santa Fe.

Może to czyste powietrze, może niezwykle błękitne niebo, a może zapierający dech w piersiach widok czerwonych gór nad pustynią powoduje, że ludzie odwiedzający Santa Fe stają się bardziej skłonni do refleksji. Niezależnie jaki byłby tego powód, instytut ten jest idealnym miejscem dla naukowców, którzy zbierają się, żeby teoretyzować na temat teorii. Nie zajmują się oni nauką w typowy sposób. Zamiast tego otwierają wymieniając informacje w dążeniu do zbudowania nowego sposobu rozumienia życia.

Instytut Santa Fe, założony w 1984 r. przez George'a Cowana, dawnego szefa badań w Laboratorium Los Alamos, jest organizacją interdyscyplinarną, grupującą fizyków, biologów, immunologów, psychologów, matematyków i ekonomistów. Wielu z nich jest laureatami nagrody Nobla. Inni również zdobyli uznanie w swoich dziedzinach. Wszystkich łączy poszukiwanie zasad funkcjonujących w złożonych systemach dostosowawczych. Nie przestrzega się granic między dyscyplinami. Zachęca się naukowców do dzielenia się swoimi teoriami i koncepcjami z ludźmi uprawiającymi inne dyscypliny. W Santa Fe można wysłuchać wykładu o układach komunikacji u mrówek albo uczestniczyć w dyskusji na temat rozchodzenia się informacji na rynkach gospodarczych. Chociaż związki między różnymi zjawiskami mogą się wydawać słabe, naukowcy badający złożoność odkryli w nich wiele podobieństw.

W otaczającym nas świecie występuje wiele przykładów złożonych systemów. Komórki, rozwijające się embriony, mózgi, systemy odpornościowe, centralne układy nerwowe, ekosystemy, mrowiska – wszystko to są systemy złożone. Takimi systemami są także: gospodarka, struktura społeczna i system polityczny. Termin „złożoność” nie ma ścisłego znaczenia. Ilya Prigogin mówi, że systemy są złożone, bo w grę wchodzi ogromna liczba wzajemnie oddziałujących na siebie elementów. Proste systemy – przedmiot podlegający grawitacji, ruch wahadła – składają się z bardzo niewielkiej liczby części. Jednakże, jak mówi Prigogin, ogromna liczba poruszających się części jeszcze nie powoduje, że system zalicza się do złożonych. W centymetrze sześciennym gazu znajdują się miliony cząsteczek zderzających się i pędzących we wszystkich możliwych kierunkach, ale naukowcy określają takie systemy jako chaos molekularny, a nie jako złożoność. Chaos, określenie nadużywane, które ileś lat temu osiągnęło szczyt popularności, opisuje system, w którym elementy zachowują się w sposób przypadkowy i nieuporządkowany.

W Santa Fe naukowcy przestali zajmować się badaniem chaosu i skupili uwagę na systemach złożonych. Dowiedzieliśmy się, że systemy złożone występują na pograniczu między chaosem a martwym porządkiem mechanicznym. Według Prigogina być może łatwiej byłoby myśleć o nich raczej w kategoriach zachowań niż systemów. W końcu to badanie behawioralnych cech wielu rozmaitych systemów złożonych może nam pomóc zrozumieć, czym jest złożoność.

W 1987 r. dwudziestu zaproszonych gości spotkało się w Instytucie Santa Fe, żeby omówić gospodarkę jako system złożony. Laureat nagrody Nobla Kenneth Arrow zaprosił dziesięciu teoretyków ekonomii. Philip Anderson, laureat nagrody Nobla w dziedzinie fizyki, zebrał dziesięciu fizyków, biologów i informatyków. Celem spotkania było danie impulsu do nowych sposobów myślenia o gospodarce. W trakcie wykładów i dyskusji fizycy zapoznawali się z systemami równowagi i teorią gier, ekonomiści zaś starali się zrozumieć sieci Bole'a i algorytmy genetyczne. Po dziesięciu dniach ciężkiej pracy grupa zakończyła obrady, wyróżniwszy trzy ważne cechy gospodarki⁹.

Po pierwsze, gospodarka jest sieciowym systemem wielu podmiotów działających równolegle. W embrionie podmiotami są komórki. Zarówno komórki, jak i ludzie istnieją w środowiskach tworzonych przez wzajemne oddziaływanie rozmaitych podmiotów. Komórki i ludzie wciąż reagują na to, co robią inne podmioty w systemie, a zatem środowisko nigdy nie znajduje się w stanie spoczynku.

Po drugie, kontrola nad gospodarką jest bardzo rozproszona. Nie ma żadnej komórki sterującej w rozwijającym się embrionie i nie ma jednostki sterującej gospodarką. To prawda, że w gospodarce USA istnieje Rezerwa Federalna, a politycy mogą zmieniać prawa i przepisy podatkowe, ale stan gospodarki jako całości często jest wynikiem milionów decyzji podejmowanych codziennie przez poszczególne jednostki (podmioty). Spójne działanie w obrębie systemu gospodarczego jest wynikiem konkurencji albo współpracy między podmiotami.

Po trzecie, i to uważa się za kluczową cechę złożonych systemów, podmioty w złożonym systemie gromadzą doświadczenia i dostosowują się do zmieniającego się środowiska. Wiemy, że pokolenia organizmów żywych w wyniku ewolucji przekształcają swoje tkanki; podobnie ludzie dostosowują się i uczą na podstawie swoich doświadczeń. Cecha ta jest tak ważna, że dziś złożone systemy z reguły określa się jako dostosowawcze.

Łatwo możemy teraz zrozumieć, dlaczego cechy złożonego systemu dostosowawczego uniemożliwiają osiągnięcie przez gospodarkę stanu równowagi. Zachowania podmiotów, które ciągle się zmieniają, reagują i uczą, powodują, że gospodarka nigdy nie znajdzie się w stanie spoczynku. Niektórzy naukowcy wskazywali, że gdyby gospodarka kiedykolwiek osiągnęła równowagę, nie byłaby tylko stabilna – byłaby martwa.

Konwencjonalne metody matematyczne, w tym rachunek różniczkowy i analiza liniowa, nadają się do badania niezmiennych cząstek w stałym środowisku. Metoda Newtona nadal jest skuteczna w powtarzalnym świecie mechanicznym, ale jest zupełnie nieprzydatna dla tych, którzy chcą zrozumieć złożone systemy dostosowawcze. Aby zrozumieć gospodarkę, giełdę papierów wartościowych albo inny złożony system dostosowawczy, musimy wykorzystać matematykę doświadczalną i analizę nieliniową.

Problem El Farol

El Farol to bar w pobliżu Instytutu Santa Fe, w którym w czwartki wieczorem odbywają się koncerty muzyki irlandzkiej. Brian Arthur, który obecnie jest profesorem ekonomii w Instytucie, urodził się i wychował w Belfaście; chętnie chodził do El Farol, żeby słuchać swojej ulubionej muzyki. Wiązało się to jednak z pewnym drobnym problemem. Niekiedy w El Farol pełno było hałaśliwych pijaczków, których Arthur wolał unikać. Konieczność cotygodniowego podejmo-

wania decyzji, czy pójść do baru czy nie, skłoniła go do sformułowania problemu matematycznego, który nazwał „problemem El Farol”. Arthur powiedział: „Występują w nim wszystkie cechy złożonego systemu dostosowawczego”¹⁰.

Przypuśćmy, że w Santa Fe jest stu ludzi, którzy lubią chodzić do El Farol, żeby posłuchać muzyki, ale żaden z nich nie chce tam pójść, jeżeli w barze będzie tłum. Przypuśćmy dalej, że co tydzień El Farol podaje dane o frekwencji w poprzedni czwartek. W ciągu ostatnich dziesięciu tygodni dane te wyglądały następująco: 15, 18, 83, 66, 45, 67, 56, 88 i 37. Miłośnicy muzyki mogą wykorzystać informacje z przeszłości, żeby oszacować, ilu ludzi znajdzie się w barze w następnym tygodniu. Niektórzy mogą przypuszczać, że w tym tygodniu przyjdzie w przybliżeniu tyle osób, ile ich było w poprzednim tygodniu (37 gości). Inni mogą sądzić, że będzie ich tyle, ile wynosiła średnia z poprzednich dziesięciu tygodni (55 gości) albo z krótszego okresu czterech tygodni (62 gości).

Przypuśćmy teraz, że każda z osób, które chciałyby pójść do El Farol, pójdzie tam, jeżeli oszacuje, że będzie mniej niż sześćdziesiąt innych osób. Każda ze stu osób podejmie decyzję niezależnie od pozostałych, wykorzystując prognozy, który okazał się najtrafniejszy w ostatnich kilku tygodniach. Ze względu na to, że każda z osób korzysta z innego zbioru prognozy, w każdy czwartek w El Farol pojawi się pewna liczba ludzi, a inni pozostaną w domu, bo z ich modelu wynika, że w barze będzie więcej niż sześćdziesiąt osób. Następnego dnia El Farol ogłasza najnowsze dane o frekwencji, a setka miłośników muzyki irlandzkiej aktualizuje swoje modele i przygotowuje się do dokonania prognozy na następny tydzień.

Arthur wyjaśnia, że proces El Farol można traktować jako „ekosystem” prognozy. Rozumie przez to, że w dowolnym momencie istnieje podzbiór prognozy, które uważa się za „żywe”, co oznacza, że w użyciu jest przynajmniej jeden z nich, a inne są „martwe”. Z czasem niektóre prognozy ożywają, a inne umierają.

Czy problem El Farol jest jedynie teoretyczną hipotezą, służącą do zrozumienia trudności prognozowania złożonych systemów dostosowawczych, czy też rzeczywiście występuje dzisiaj na rynku?

Co rok firma Merrill Lynch przeprowadza ankietę wśród grupy inwestorów instytucjonalnych na temat wskaźników, które wywierają wpływ na ich wybór akcji. Ankieta rzuca też światło na zmiany w popularności poszczególnych wskaźników w porównaniu z rokiem poprzednim. Merrill Lynch przeprowadza taką ankietę od 1989 r.; w tym czasie inwestorzy zarówno zmienili modele stosowane do wybierania akcji, jak i wagi przypisywane do poszczególnych modeli.

Przegląd wyników ankiety publikowany przez Merrill Lynch szereguje popularność 23 różnych modeli: (1) nieoczekiwany zysk na jedną akcję (odbiegający od przewidywań analityków), (2) stopa zwrotu z kapitału własnego,

(3) korekty zysków, (4) stosunek ceny akcji do przepływów pieniężnych, (5) pięcioletnia prognoza wzrostu zysku, (6) stosunek zadłużenia do kapitału własnego, (7) dynamika wzrostu zysku na jedną akcję, (8) względna siła, (9) stosunek ceny akcji do zysku, (10) stosunek ceny do wartości księgowej, (11) zmiany opinii analityków, (12) zmienność zysków, (13) model dyskonta dywidendy, (14) stosunek ceny do obrotów, (15) zaniedbane akcje, (16) beta, (17) rozproszenie szacunków zysków, (18) uzysk dywidendy, (19) niepewność zysków, (20) związki z zagranicą, (21) rozmiary, (22) niska cena akcji, (23) wrażliwość na stopy procentowe. Czy chcemy prognozować przyszłe ruchy cen akcji czy liczbę gości, którzy przyjdą w czwartek wieczór do El Farol, możemy budować modele na niezliczone sposoby.

Jeżeli wyróżnimy dziesięć najpopularniejszych modeli w ankiecie Merrill Lynch w ostatnich dziewięciu latach (tabela 8.2), możemy dostrzec, że pojawia się problem El Farol. Chociaż zysk na jedną akcję jest modelem najkonsekwentniej preferowanym, to wykorzystanie pozostałych podlegało zmianom. Stopa zwrotu z kapitału własnego była na przykład w 1997 r. modelem drugim pod względem popularności, ale wcześniej cieszyła się popularnością mniejszą. Natomiast dynamika wzrostu zysków, popularna w latach 1989–1993, ostatnio wypadła z łask. Kiedy Merrill Lynch zapoczątkował ankietę w 1989 r., ponad połowa inwestorów mówiła o znaczeniu oczekiwanej dywidendy w ich wyborze akcji; dzisiaj zaledwie 12 proc. uwzględnia dywidendy w swoim procesie decyzyjnym.

Tabela 8.2. Ankieta wśród instytucji przeprowadzana przez Merrill Lynch w latach 1989–1997

Wskaźniki	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989
Dochód na akcję	1	1	1	1	1	2	3	1	1
Stopa zwrotu z kapitału własnego	2		4	4	4		1	4	
Skorygowane zyski	3	2	2	2	2				
Stosunek ceny do przepływów pieniężnych	4	5	3	3	4	5		3	4
Prognozowany wzrost pięcioletni	5	5	5						
Dynamika zysku na akcję		3			3	4	2	2	2
Model zdyskontowanej dywidendy					5				5
Stosunek ceny do wartości księgowej						3		4	3
Stosunek zadłużenia do kapitału własnego							1		
Wielkość zysków							5	5	

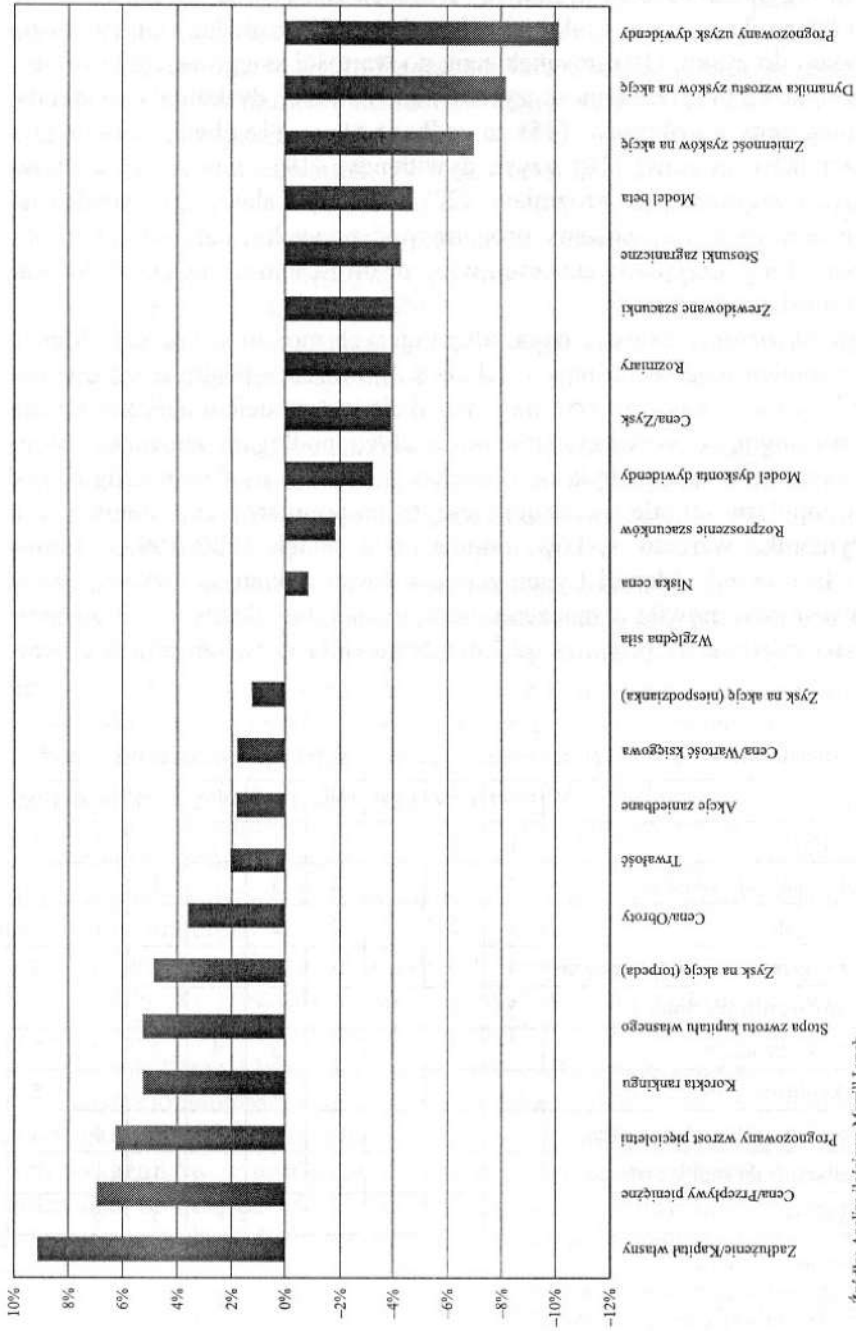
1 – Najpopularniejszy model.

2 – Model drugi pod względem popularności.

3 – Model trzeci pod względem popularności.

4 – Model czwarty pod względem popularności.

5 – Model piąty pod względem popularności.



Źródło: Analiza ilościowa Merrill Lynch.

Rys. 8.1. Zmiany w stosowanych wskaźnikach
Różnice w wynikach ankiet (w procentach)

Ankieta Merrill Lynch jest dobrym przykładem ekosystemu prognostyków Arthura. Dostrzegamy, jak w analizowanych latach niektóre modele obumierały, a inne ożywały.

W tabeli 8.2 przedstawiono powolne zmiany w modelach stosowanych w okresie dziewięciu lat. Analizując rys. 8.1 przedstawiający zmianę ich popularności od 1996 r. do 1997 r., dostrzegamy bardziej dynamiczne zmiany osobistych preferencji. Wzrasta na przykład wykorzystanie wskaźników: zadłużenia do kapitału własnego, ceny do przepływów pieniężnych i prognozowanego wzrostu w ciągu pięciu lat, straciły zaś na popularności wskaźniki: przewidywanej dywidendy, dynamiki wzrostu zysków i zmienności dochodów.

Richard Bernstein, dyrektor badań ilościowych u Merrilla Lyncha, nadzorujący przeprowadzanie ankiety wśród instytucji, mówi: „Wyniki są pożyteczną wskazówką, które strategie zyskały na popularności w ostatnich latach, a które wypadły z łask”. Jednakże wyniki te go niepokoją. Wyjaśnia: „Uważam za znaczącą to, że chociaż wielu menedżerów portfeli twierdzi, że podchodzi do inwestowania w sposób zdyscyplinowany, jest jasne, że w procesach wyboru akcji zachodzą radykalne zmiany”¹¹.

Trzy stopnie problemu

Problem, z jakim mają do czynienia ludzie mający ochotę pójść do El Farol i inwestorzy wybierający akcje, polega na tym, że aby móc dokładnie prognozować, trzeba sobie w pełni zdawać sprawę z zależności rzeczywistych wyników od prognoz dokonanych przez innych. Jest to problem, który John Maynard Keynes dostrzegł sześćdziesiąt lat temu.

„Można by porównać zawodowe inwestycje do ogłaszanych przez gazety konkursów, w których uczestnicy mają wybrać spośród stu fotografii sześć najładniejszych twarzy, przy czym nagroda ma być przyznana temu, czyj wybór będzie najbardziej zbliżony do przeciętnych upodobań wszystkich uczestników. W ten sposób każdy wybiera nie te twarze, które jemu wydadzą się najładniejsze, ale te, które przypuszczalnie przypadną do gustu innym uczestnikom konkursu. Każdy z nich zaś traktuje oczywiście sprawę z tego samego punktu widzenia”.

Jak gdyby „trafniejsze odgadywanie sposobu zachowania się tłumu, niż to robi tłum” nie było dostatecznie trudne, jeszcze jedna zmienna utrudnia ćwiczenie Keynesa. „Nie chodzi więc w końcu o wybór twarzy, która wydaje się komuś najładniejsza, ani nawet o twarz, która w przeciętnej opinii ogółu naprawdę jest najładniejsza. Osiągnęliśmy już trzeci stopień, który polega na dociekaniu, co się przeciętnie uważa za opinię ogółu. I przypuszczam, że są tacy, którzy w tej grze osiągają czwarty, piąty albo jeszcze wyższy stopień”¹².

Metafora konkursu piękności stwarza taki sam dylemat jak ten, z którym mają do czynienia goście El Farol i indywidualni inwestorzy. Dzisiaj liczy się

nie to, co Twoim zdaniem zdarzy się na giełdzie albo w gospodarce, ale to, co według Ciebie większość ludzi myśli o giełdzie. Buffett dobrze to rozumie. Mówi: „Za to zamieszanie możemy głównie podziękować »profesjonalnym inwestorom«, tym, którzy zarządzają wieloma miliardami dolarów. Zamiast skupiania się na tym, co przedsiębiorstwa będą robić w nadchodzących latach, wielu uznanych menedżerów finansowych skupia uwagę na przewidywaniu, co inni menedżerowie finansowi zrobią w nadchodzących dniach”¹³.

Uważam, że metafora El Farol Arthura jest trafnym opisem tego, co się dzieje na rynku akcji. Chociaż łatwo możemy uznać ten rynek za złożony system dostosowawczy, nie zbliża nas to do rozwiązania problemu, jak prognozować jego zachowania. Ale w Instytucie Santa Fe próbują to robić. Arthur we współpracy z Johnem Hollandem, innym pracownikiem naukowym Instytutu, zbudował wirtualny komputerowy rynek akcji, zaludniony setkami podmiotów – inwestorów. Arthur wyjaśnia: „Te ludki uczą się, które z ich strategii są najskuteczniejsze. W miarę uczenia się przierzucają się z jednych strategii na drugie, co zmienia charakter rynku”¹⁴.

Do badania zachowań ludzkich nie musimy klonować całego człowieka. Możemy dzisiaj, wykorzystując komputery dużej mocy, odtworzyć zachowania jednostek, poddając wirtualne podmioty pewnej liczbie prostych reguł. Nie opracowaliśmy jednak jeszcze struktur matematycznych, umożliwiających rozwiązanie problemu El Farol. John Casti, matematyk, autor i członek Instytutu, powiada: „Pod względem matematyki utknęliśmy. Jest to symptomatyczne dla całej dziedziny. Nie mamy dobrych matematycznych struktur, w których obrębie moglibyśmy przebadać właściwości złożonych systemów dostosowawczych”¹⁵.

Casti uważa, że mamy dziś do czynienia z podobnymi problemami jak te, które napotkali siedemnastowieczni szulerzy, starając się podzielić stawki w przerwanej grze. Pascal i Fermat dostrzegli problem i opracowali strukturę matematyczną zwaną dzisiaj teorią prawdopodobieństwa. Casti powiada: „Teoria złożonych systemów wciąż czeka na swojego Pascala i na Fermata”¹⁶.

Inwestowanie w złożonym świecie

Benjamin Graham myślał w sposób interdyscyplinarny o świecie w ogóle, a o inwestowaniu w szczególności. Ci, którzy czytali jego prace, wiedzą, że był nie tylko wielkim myślicielem finansowym, ale że cenił też filozofię i klasyków. Chociaż jest najbardziej znany ze swojej analizy inwestowania w akcje zwykłe, pisał też o walutach i towarach. Książki „Storage and Stability” (Magazynowanie i stabilizacja) oraz „World Commodities and Currencies” (Towary i waluty świata) świadczą o jego poglądach na świat. Michael Mauboussin, który dzisiaj prowadzi zapoczątkowane przez Grahama wykłady na temat analizy papierów

wartościowych, powiedział: „Ben Graham był wspaniałym nauczycielem i bardzo wszechstronnym człowiekiem. Jego interdyscyplinarne postrzeganie świata ogromnie zwiększało wartość jego analizy papierów wartościowych”¹⁷.

Na Columbia University prof. Mauboussin nie tylko naucza podstawowych modeli finansowych, ale bada także modele zaczerpnięte z innych dyscyplin. Ma nadzieję, że w ten sposób pokaże studentom, w jaki sposób dałoby się zastosować modele interdyscyplinarne w świecie inwestycji. Wyjaśnia: „Z biegiem czasu, na tle gospodarki światowej i sytuacji społecznych i ekonomicznych, nasze umysłowe modele muszą się rozwinąć”. Trzydzieści lat temu w naszym myśleniu o inwestycjach technika nie odgrywała poważniejszej roli. Dzisiaj nabrała ogromnego znaczenia i to, zdaniem Mauboussina, wymaga od nas rozszerzenia naszych modeli myślowych, żebyśmy mogli lepiej zrozumieć otaczający nas świat. Praca Mauboussina „On the Shoulders of Giants: Mental Models for the New Millennium”¹⁸ (Na barkach olbrzymów: modele myślowe na nowe tysiąclecie) była próbą dopomożenia studentom w odizolowaniu starszych modeli równowagi od bardziej dynamicznych, w dążeniu do włączenia się do rzeczywistego sposobu funkcjonowania świata. Mauboussin powiada: „W głębi duszy czuję, że złożone systemy dostosowawcze są potężnym sposobem zdobywania wiedzy o funkcjonowaniu rynków kapitałowych. Sądzę, że w miarę coraz lepszego poznawania złożonych systemów dostosowawczych inwestorzy uzyskają znacznie lepsze opisy sposobu funkcjonowania rynków w rzeczywistości”¹⁹.

Konieczne należy odróżniać analizę sposobu funkcjonowania rynku od prób jego prognozowania. Zbliżyliśmy się do zrozumienia zachowań rynków, ale nie zdobyliśmy jeszcze żadnej zdolności prognozowania. Ze złożonych systemów dostosowawczych wynika nauka, że rynek wciąż się zmienia i uparcie nie poddaje się prognozowaniu.

Bill Miller z firmy Legg Mason mówi: „Uważamy, że gospodarka jest zbyt skomplikowana, żeby można ją było prognozować. Nigdy nie zwiększy się wartości jakiegokolwiek portfela przez dostosowanie go do prognoz o gospodarce lub rynku”²⁰. Miller, podobnie jak Buffett, nigdy nie dopuszcza do tego, żeby prognozowanie przeszkadzało mu w decyzjach dotyczących poszczególnych akcji; nie spowodowało też, żeby zaniechał badania zachowań rynków. Powiada: „Poświęcamy wiele czasu na próby zrozumienia najlepszej myśli teoretycznej o rynku. W części okazało się przydatne zrozumienie złożonych systemów dostosowawczych w takim stopniu, w jakim odnoszą się do rynków i finansów behawioralnych”²¹.

Bill Miller dowiedział się o Instytucie Santa Fe z artykułu poświęconego teorii chaosu Jamesa Gleicka piszącego na tematy naukowe do „New York Timesa”. Miller zaczął się zastanawiać, czy badania nad złożonymi systemami zwiększyłyby jego wiedzę o inwestowaniu. W 1991 r. zetknął się służbowo z prezesem Citycorp Johnem Reedem, który dostarczył funduszy na zapoczątkowanie programu ekonomicznego Instytutu.

Według Millera problem w inwestowaniu polega na tym, że wszyscy zajmujący się działalnością inwestycyjną poruszają się w tych samych kręgach i czytają te same sprawozdania z badań oraz te same książki. Wszyscy inwestorzy otrzymują te same informacje z tych samych źródeł. W Instytucie Santa Fe Miller czyta książki i sprawozdania z badań naukowców zajmujących się złożonymi systemami dostosowawczymi. Mówi: „Ich badania przynoszą wiedzę realnie myślącym biznesmenom, takim jak ja. Nie jest zadaniem któregośkolwiek z naukowców pomóc nam wygrać z rynkiem, ale chętnie mówią o swojej pracy”²².

Dzisiaj Miller, który jest członkiem rady powierniczej Instytutu, uważa, że jego przeżycia w Santa Fe otworzyły przed nim nowe horyzonty myśli. Powiada: „Gospodarka, podobnie jak inne złożone systemy dostosowawcze rozpatrywane w Instytucie, jest środowiskiem o wielu podmiotach z licznymi regułami lokalnymi i pętlami sprzężeń zwrotnych. Działalność Santa Fe rzeczywiście odnosi się do tego, czym my się zajmujemy. Dostrzegamy to, obserwując w jaki sposób naukowcy z Instytutu poznają składniki systemu i podmioty prognozujące. Pomogło to nam pozbyć się prostych modeli i bardziej twórczo myśleć o złożoności rynku”²³.

Gospodarkę na przykład często postrzega się jako dżunglę, w której konkurenci zażarcie walczą ze sobą o przetrwanie na rynku. Jednakże badania prowadzone przez ekologów wykazały, że jest wiele przykładów pokojowego współistnienia gatunków, normalnie traktowanych jako wrogie. W książce na temat złożonych systemów napisanej w Instytucie ekologowie opisali dwa gatunki ptaków zamieszkujące to samo drzewo, o których sądzono, że konkurują o te same zasoby żywności. Jeden gatunek trzymał się wyższych gałęzi, drugi zaś gnieździł się na niższych.

Po przeczytaniu tego fragmentu Miller zaczął myśleć o przemyśle komputerowym i o zażartej walce toczonej przez Della oraz Compaq. Miller pomyślał: „Compaq niekoniecznie bezpośrednio konkuruje z Dellem. Dynamika konkurencji jest znacznie bardziej złożona, niż sobie z tego ludzie zdają sprawę. W praktyce każda z tych firm ma własną niszę na rynku”²⁴.

Miller uważa też, że inwestorzy powinni inaczej myśleć o dzisiejszym rynku akcji. Wskazuje, że S&P 500 obejmuje dziś znacznie więcej firm technicznych o zupełnie innych cechach finansowych. Rynek dzisiejszy ma odmienny skład, niż miał w latach sześćdziesiątych XX w. (zob. tabela 8.3). W 1964 r. firmy techniczne stanowiły jedynie 5,5 proc. wartości S&P 500, firmy surowcowe zaś 16,5 proc. Dziś te dwie grupy niemal zamieniły się miejscami. Udział firm surowcowych skurczył się do 6,9 proc., podczas gdy udział firm technicznych doszedł do 12,0 proc. i nadal rośnie. Są też inne istotne różnice. W latach sześćdziesiątych firmy użyteczności publicznej i naftowe stanowiły 37 proc. tego indeksu. Dziś ich udział wynosi 19 proc. Z kolei udział firm finansowych i opieki zdrowotnej, niegdyś nie mających w indeksie znaczenia, dziś wynosi jedną czwartą.

Tabela 8.3. S&P 500: To nie jest indeks Twojego ojca

Sektor	Udział w kapitalizacji	
	1964	1996
	w procentach	
Finanse	2,0	14,6
Opieka zdrowotna	2,3	10,7
Nietrwale wyroby konsumpcyjne	9,0	12,8
Usługi konsumpcyjne	6,3	9,7
Trwale wyroby konsumpcyjne	10,8	2,7
Energia	17,8	8,9
Transport	2,6	1,6
Technika	5,5	12,0
Surowce	16,5	6,9
Maszyny i urządzenia	8,0	9,9
Usługi użyteczności publicznej	19,2	10,2
Suma	100,0	100,0

Bill Miller mówi: „Większość inwestorów do ustalenia, czy akcje są tanie czy drogie, posługuje się jedynie metodami lub modelami historycznej wyceny. Jednakże sprawa do rozstrzygnięcia w metodach historycznej wyceny polega na tym, że zależą one od kontekstu. To znaczy, że pomiarów dokonywano w kontekście określonego środowiska gospodarczego, określonej stopy zwrotu kapitału, określonych sytuacji i strategii przedsiębiorstw²⁵. Innymi słowy: modele historyczne są skuteczne pod warunkiem, że kontekst, w jakim działają firmy i sektory, jest podobny do tego, w którym po raz pierwszy opracowano daną metodę wyceny. Dzisiaj zupełnie inne jest środowisko działania poszczególnych firm, a w konsekwencji indeksu giełdowego, z którym wielu inwestorów je porównuje.

Giełda papierów wartościowych jest odbiciem zbiorowych skutków miliardów decyzji podejmowanych przez miliony inwestorów, handlujących i graczy. Każda z tych decyzji jest niezależna od pozostałych. Każda z tych osób widzi jedynie część rynku, ale działa na podstawie posiadanych informacji. Kiedy wszystkie te podmioty wzajemnie oddziałują na siebie, kształtuje się rynek. Jednakże w złożonym systemie dostosowawczym nie możemy przewidzieć, co się stanie, opierając się jedynie na obserwacji poszczególnych podmiotów. W złożonym systemie dostosowawczym całość jest większa od sumy składowych części.

Niekiedy zachowania tych części prowadzą do pojawienia się określonego trendu. Jednakże ze względu na to, że każdy z podmiotów ma ograniczoną wiedzę, wszyscy ów trend dostrzegają, ale nikt nie ma pojęcia, co go spowodowało. Ponieważ wszystkie podmioty na rynku wzajemnie na siebie reagują, powstaje trend cenowy. Ten właśnie trend skłania niektórych ludzi do prób formułowania

prognoz. Ceny danej akcji na przykład znajdują się w przedziale, który skłania handlujących do powtarzania schematów kupna i sprzedaży. Jednakże w jakiejś chwili, jak wyjaśnia Miller, na rynku zachodzą drobne, niedostrzeżone zmiany zachowań. Z czasem dochodzi do punktu krytycznego. Prof. Mauboussin porównuje zmiany na rynku do góry utworzonej w wyniku powolnego, lecz ciągłego sypania się piasku. Mauboussin wyjaśnia: „Każde ziarno przypomina odrębny podmiot. Samo z siebie nie ma znaczenia, ale przyłączając się do innych ziarenek, doprowadza do skumulowanego efektu. Kiedy sterta urasta poza jakiś punkt krytyczny, cały system traci równowagę”²⁶. Skutkiem jest lawina.

Na rynku wciąż zachodzą drobne zmiany. Miller wyjaśnia, że inwestorów przeraża „załamanie się trendu bez ostrzeżenia, które miałyby postać prostego zdarzenia zewnętrznego. Inwestorzy są zaskoczeni, bo żadne ze składowych zdarzeń nie jest tak duże, żeby przyciągnąć uwagę”²⁷.

Inwestorzy zawsze stawiają na to, że akcja albo giełda jako całość powróci do średniej – że zastosuje się do możliwego do przewidzenia schematu. Ale średnia nie jest stabilna. Zawsze się przesuwa i zmienia w wyniku nieprzewidywalnych decyzji milionów inwestorów, którzy sami dostosowują się do decyzji innych osób działających na rynku. Miller ostrzega, że podejmowanie decyzji na podstawie schematów wiąże się z dużym ryzykiem. „Myśli się o rynku jako o prostej sytuacji liniowej. Ale giełda jest nieliniowa, złożona, przystosowawcza. A więc Twój system działa, aż nagle traci skuteczność”²⁸.

Rozpoznawanie schematów

„Coś w umyśle przystosowanym do poszukiwania schematów zarówno rzeczywistych, jak wymyślonych buntuje się na myśl o fundamentalnym chaosie”²⁹. Słowa te, napisane przez George’a Johnsona w jego godnej przeczytania książce „Fire in the Mind” (Ogień w umyśle) ujawniają dylemat, z którym mają do czynienia wszyscy inwestorzy. Johnson twierdzi, że umysł pragnie schematów; schematy sugerują porządek, który umożliwi nam planowanie i wykorzystywanie naszych zasobów. Ale to naturalne pragnienie porządku natrafia na bariery, kiedy analizujemy giełdę. Brian Arthur mówi: „Jeżeli mamy do czynienia z naprawdę złożonym systemem, to dokładne schematy są niepowtarzalne”³⁰.

Jeżeli Instytut Santa Fe przebadła dostatecznie wiele złożonych systemów, to zapewne umożliwi nam przez metaforę obserwację zachowania określonego złożonego systemu. Do tego czasu będziemy musieli pogodzić się z rynkiem, na którym występują jedynie w ograniczonym stopniu schematy zachowań, wciąż zakłócanie przez nieoczekiwane, a niekiedy gwałtowne zdarzenia. Czy się to nam podoba czy nie, żyjemy na wciąż zmieniającym się świecie. Schematy zmieniają się jak w kalejdoskopie, w jakimś pozornym porządku, ale nigdy nie powtarzają się w tej samej kolejności. Są wciąż nowe i wciąż inne.

W jaki sposób inwestorzy poruszają się w świecie, w którym nie da się rozpoznawać schematów? Patrząc w odpowiednie miejsce na odpowiednim poziomie. Chociaż gospodarka i giełda jako całość są zbyt złożone i zbyt wielkie, żeby można je było przewidywać, na poziomie każdej firmy występują schematy, które możemy rozpoznać. Są to schematy organizacji, schematy zarządzania, schematy finansowe. Jeżeli je przebadamy, w większości wypadków będziemy mogli opracować rozsądne prognozy dotyczące przyszłości tej firmy. To na tych schematach skupia uwagę Warren Buffett, a nie na niemożliwych do przewidzenia zachowaniach milionów inwestorów. Powiedział: „Zawsze łatwiej przychodziło mi oszacować współczynniki wag oparte na czynnikach fundamentalnych niż wyniki głosowania narzucone przez psychologię”³¹.

Buffett mówi: „Będziemy nadal ignorować prognozy polityczne i ekonomiczne, które są kosztownym czynnikiem odwracającym uwagę inwestorów i biznesmenów. Nikt trzydzieści lat temu nie mógł przewidzieć ogromnej ekspansji, która nastąpiła po wojnie wietnamskiej; wprowadzenia ograniczeń płac i cen; dwóch kryzysów naftowych; rezygnacji z urzędu jednego z prezydentów; rozwiązania ZSRR; spadku wskaźnika Dow-Jones o 508 punktów w jednym dniu; fluktuacji dochodów z obligacji skarbowych od 2,8 do 17,4 proc.”³².

To, że Buffett nie wiedział z góry o tych wydarzeniach, nie zaszkodziło efektywności jego inwestowania. Powiada: „Żadne z tych spektakularnych zdarzeń nie naruszyło w najmniejszym stopniu zasad inwestowania sformułowanych przez Bena Grahama. Ani też nie doprowadziło do tego, żeby negocjowane zakupy świetnych przedsiębiorstw po rozsądnych cenach okazały się nieuzasadnione. Wyobraźcie sobie, ile by nas kosztowało, gdyby obawa przed nieznanym powstrzymała nas od inwestowania albo skłoniła do inwestowania w inny sposób”³³.

Schematy mowy idą w ślad za schematami myśli. Jeżeli inwestorzy postrzegają jakiś schemat, to niezależnie od stopnia błędności rozpoznania będą działać na jego podstawie. Instytut Santa Fe pomaga nam zrozumieć, czym rynek nie jest. Kiedy się przyjmie do wiadomości, że rynek jest złożonym systemem dostosowawczym, można spokojnie zrezygnować z wszelkiej myśli o jego przewidywalności. Zrozumie się też, że giełda osiągnie krytyczne punkty hossy i bessy.

Buffett wyjaśnia: „W ciągu następnego trzydziestu lat pojawi się odmienny zbiór poważnych wstrząsów. Nie staramy się ich przewidywać ani odnosić z nich korzyści. Jeżeli potrafimy wyszukać przedsiębiorstwa podobne do tych, które kupowaliśmy w przeszłości, zewnętrzne niespodzianki wywrą niewielki wpływ na nasze wyniki w długim okresie”³⁴.

A zatem kiedy następny raz ulegniesz złudzeniu, że wreszcie rozpoznałeś powtarzalny schemat prowadzący do zysku, przypomnij sobie naukowców pracujących każdego dnia w Instytucie Santa Fe. A kiedy następny raz sparaliżuje Cię niemożność prognozowania giełdy, pamiętaj słowa Buffetta: „Spójrzmy na dwie nieprzyjemne prawdy: przyszłość nigdy nie jest jasna, a na giełdzie płaci się bardzo wysoką cenę za radosną zgodność poglądów. Niepewność jest w długim okresie przyjaciółką nabywcy wartości”³⁵.

Gdzie są mistrzowie baseballu?

Pierwszą regułą baseballu jest mieć dobrą piłkę do odbicia.

— ROGERS HORNSBY

(Ted Williams, *The Science of Hitting*,
Nowy Jork, Simon & Schuster 1986, s. 24)

W 1996 r. Stephen Jay Gould, znany biolog, płodny autor i wieloletni kibic drużyny baseballu Yankees opublikował książkę „Full House: The Spread of Excellence from Plato to Darwin” (Ful: Rozkład doskonałości od Platona do Darwina). Goulda zafascynowała złożoność życia. Wnikliwie bada zmienność występującą w różnych systemach. W tej pouczającej książce pisze między innymi o tym, że w pierwszej lidze baseballu nie ma już mistrzów, odbijających ponad 40 proc. piłek.

W księdze rekordów zapisano, że w latach 1901–1930, czyli w okresie trzydziestoletnim, w dziewięciu sezonach był co najmniej jeden gracz, odbijający średnio powyżej 40 proc. piłek. Jednakże w ciągu następnych 68 lat zaledwie jednemu graczowi udało się przekroczyć ten próg: Ted Williams w 1941 r. uzyskał średnią 40,6 proc.

Z tej statystyki moglibyśmy wnioskować, że z biegiem lat zmniejszyła się umiejętność odbijania piłki. Jednakże Gould wskazuje, jak łatwo można błędnie interpretować statystykę. Uważa on, że w grę wchodzi tu inny czynnik. To nie pogorszyła się umiejętność odbijania piłek, ale ogólnie biorąc, udoskonalono obronę. Rzuty są bardziej wyrafinowane, zwiększyła się umiejętność gry w polu, a drużyny osiągnęły wyższy poziom skutecznej obrony przeciw mocnemu odbijaniu. Gould, jako naukowiec, wyjaśnia: „W miarę jak gra staje się doskonalsza, a rozkład o kształcie dzwonu prawoskośny, zmienność po prawej stronie musi maleć, a w wyniku coraz doskonalszej gry zanika częstotliwość odbijania piłek przekraczająca 40 proc.”¹

Peter L. Bernstein, założyciel „Journal of Portfolio Management” i autor dwóch znakomitych prac poświęconych finansom: „Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street” (Kapitalne pomysły: nieprawdopodobne początki nowoczesnej Wall Street) oraz „Against the Gods: The Remarkable Story of Risk” (Wbrew bogom: niezwykła historia ryzyka) przenosi tezę Goulda dotyczącą częstotliwości odbijania piłek przekraczającej 40 proc. na zarządzanie portfelami. Píše: „Dane dotyczące efektywności menedżerów portfeli ukazują schematy niezwykle podobne do tego, co się stało w baseballu”². Bernstein dowodzi, że brak ponadprzeciętnej efektywności profesjonalnych menedżerów finansowych jest wynikiem coraz wyższego poziomu wykształcenia i wiedzy w zarządzaniu inwestycjami. W miarę nabierania coraz wyższych umiejętności inwestowania przez coraz większą liczbę ludzi, maleje prawdopodobieństwo niezwyklej efektywności kilku supergwiazd.

Jest to interesująca analogia. Doprowadzając to rozumowanie do końca, dojdziemy do wniosku, że potężni gracze, tacy jak Warren Buffett, z czasem całkowicie ustąpią miejsca sprawnemu rynkowi, składającemu się z dobrze poinformowanych, inteligentnych inwestorów. I rzeczywiście, Bernstein wskazuje, że osiągnięcia Berkshire Hathaway w porównaniu z S&P 500 były większe w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych niż w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Jednakże uważam, że biorąc pod uwagę większą konkurencyjność dzisiejszego rynku akcji i większą bazę kapitałową Berkshire Hathaway, która utrudnia tego rodzaju porównania, Warren Buffett nadal zalicza się do mistrzów odbijających piłkę z częstotliwością przekraczającą 40 proc.

Jak osiągnąć 40 procent

Bernstein w artykule pod tytułem „Where, Oh Where Are the .400 Hitters of Yesteryear?” (Gdzież, ach gdzież są ci z dawnych lat, odbijający ponad 40 proc. piłek?) pozostawił uchylone kuchenne drzwi w swojej hipotezie dotyczącej efektywności. Napisał, że zarządzający portfelem, aby osiągnąć średnią przekraczającą 40 proc., musi się nastawić „na inwestycje skoncentrowane, które są niezbędne, jeżeli celem jest uzyskanie wysokiej stopy zwrotu”³. Mniejsza o to, że zdaniem Bernsteina, ryzyko popełnienia błędu i duże odchylenie standardowe zniechęci poszczególnych menedżerów portfeli do ich koncentrowania. Pozostaje faktem, że portfel skoncentrowany daje największe szanse uzyskania stopy zwrotu wyższej od średniej na całym rynku.

Nic dziwnego, że jeżeli otworzymy kuchenne drzwi Bernsteina i wyrzemy przez nie, to zobaczymy Johna Maynarda Keynesa, Phila Fishera, Warrena Buffetta, Charliego Mungera, Lou Simpsona i Billa Rouane’a. A podobnie jak młody, początkujący gracz mógł pilnie obserwować Teda Williama, możemy

Jak zostać menedżerem portfela osiągającym ponadprzeciętne wyniki

- Myśl o akcjach jako o firmach.
- Zwiększaj rozmiary Twoich inwestycji.
- Ograniczaj rotację portfela.
- Opracuj rozmaite miary efektywności.
- Naucz się myśleć w kategoriach prawdopodobieństwa.
- Poznaj psychologię błędnych sądów.
- Nie zwracaj uwagi na prognozy giełdowe.
- Czekaj na dobrą okazję.

się wiele nauczyć, obserwując postawę i ruchy tych mistrzów. Jak powiedział kiedyś Buffett: „Kluczem do życia jest dobre zastanowienie się, czym zostać chłopcem do podnoszenia piłek”⁴.

Myśl o akcjach jako o firmach

Buffett powiada: „Naszym zdaniem, do nauczania studentów inwestowania trzeba tylko dobrze wyklądać dwa przedmioty – »Jak wyceniać przedsiębiorstwo« i »Co myśleć o cenach giełdowych«”⁵.

Niezbędnym punktem wyjścia dla każdego, kto chce naśladować Warrena Buffetta, jest myśleć o akcjach przede wszystkim jako o przedsiębiorstwach. „Za każdym razem, kiedy Charlie i ja kupujemy akcje zwykle dla Berkshire, podchodzimy do transakcji tak, jak byśmy kupowali przedsiębiorstwo nienotowane na giełdzie. Patrzymy na ekonomiczne perspektywy firmy, na ludzi, którzy nią kierują i na cenę, jaką musimy za nią zapłacić”⁶. To, czego konkretnie Buffett szuka, przedstawiono w rozdziale 1, omawiając stosowane przez niego zasady.

Buffett wyjaśnia: „Twoim celem jako inwestora powinno być po prostu kupno za racjonalną cenę udziału w łatwo zrozumiałym przedsiębiorstwie, którego dochody niemal na pewno za pięć, dziesięć i dwadzieścia lat będą wyższe niż dzisiaj. Z czasem przekonasz się, że jedynie nieliczne firmy spełniają te kryteria – kiedy więc zobaczysz taką, która im odpowiada, powinieneś kupić znaczną liczbę jej akcji”⁷.

Zwiększaj rozmiary Twoich inwestycji

Buffett wyznaje: „Nie kupiłbym niczego, w co nie chciałbym zainwestować 10 proc. mojego majątku. Jeżeli nie chcę tyle zainwestować, to po prostu nie jest to dobry pomysł”⁸.

Akcje ilu firm powinny być własnością inwestora? Buffett odpowiedziałby, że zależy to od sposobu inwestowania. Jeżeli umie się analizować i wyceniać przedsiębiorstwa, zapewne nie będzie potrzeba wielu firm. Buffett uważa, że jedynymi inwestorami, którzy potrzebują znacznej dywersyfikacji, są ci, którzy nie rozumieją tego, co robią.

Nie istnieje żaden obowiązek posiadania akcji firm w każdym ważniejszym sektorze. Nie ma też obowiązku objęcia portfelem akcji czterdziestu, pięćdziesięciu czy stu firm, żeby zapewnić sobie dostateczną dywersyfikację. Jeżeli przedsiębiorca zadowolony byłby się własnością dziesięciu firm, to dlaczego miałoby być inaczej w wypadku właściciela akcji zwykłych?

Szeroka dywersyfikacja jest bronią obosieczną. Jeżeli inwestor nie umie analizować przedsiębiorstw, to odpowiednim sposobem postępowania jest zbudowanie portfela zdywersyfikowanego, takiego jak fundusz indeksowy. Dowiedzieliśmy się też jednak, że nadmierna dywersyfikacja, ograniczając pozycję poszczególnych akcji, osłabia w praktyce wyniki uzyskiwane przez kogoś, kto trafnie wybiera kupowane akcje. Nawet arcykapłani nowoczesnych finansów odkryli, że przeciętnie biorąc, „można osiągnąć 85 proc. możliwej dywersyfikacji, dysponując portfelem akcji 15 firm, a 95 proc., dysponując portfelem akcji 30 firm”⁹. Buffett pyta nas: Jeżeli najlepsza z Twoich firm narażona jest na najmniejsze ryzyko i ma najlepsze perspektywy długookresowe, to dlaczego miałbyś inwestować pieniądze w dwudzieste z kolei przedsiębiorstwo zamiast zwiększać udziały w najlepszym?

Ograniczaj rotację portfela

Błędem jest założenie, że ciągle kupowanie i sprzedawanie akcji przyczyni się do zwiększenia zysków Twego portfela. Wiemy już, że rotacja powoduje ponoszenie kosztów transakcji, które ograniczają całkowity zwrot nakładów. Przy inwestycjach opodatkowanych skutki wysokiej rotacji są jeszcze gorsze. Za każdym razem, kiedy się sprzedaje akcje, zakładając, że transakcja przyniesie zysk, traci się część nagrody w postaci podatków. Pamiętaj: niezrealizowany zysk kapitałowy z akcji w Twoim portfelu pozostaje Twoją własnością tak długo, jak długo jesteś właścicielem tych akcji. Utrzymując ten zysk, przy założeniu, że nie uległy zmianie zasady inwestowania w odniesieniu do danej firmy, możesz w jeszcze większym stopniu pomnożyć wartość netto Twojego majątku.

Traktuj swój portfel tak, jak byś był dyrektorem naczelnym firmy holdingowej. Buffett powiada: „Korporacja macierzysta, do której należy filia o znakomitej ekonomice w długim okresie, nie sprzedaje swoich klejnotów koronnych. Jednakże jej dyrektor naczelny impulsywnie sprzedaje akcje ze swojego osobistego portfela, mając niewiele większe uzasadnienie niż to, że »nie można zbankrutować, realizując zysk«”. Wyjaśnia: „Naszym zdaniem to, co ma sens w przedsiębiorstwie ma też sens gdy chodzi o akcje: inwestor powinien zazwy-

czaj wykazywać się taką samą wytrwałością przy zachowywaniu małej części znakomitego przedsiębiorstwa, jaką wykazywałby się właściciel całego tego przedsiębiorstwa”¹⁰.

Opracuj rozmaite miary efektywności

Inwestowanie skoncentrowane jest modelem opartym raczej na ekonomice niż na cenie. W modelu opartym na ekonomice dąży się do skupiania w portfelu akcji kilku wybranych firm, bo umożliwia to lepsze rozumienie i śledzenie tych spośród nich, których się jest właścicielem. W modelu tym zakłada się, że dzięki własności akcji mniejszej, a nie większej liczby przedsiębiorstw ogranicza się ogólne ryzyko ekonomiczne portfela. W modelu opartym na ekonomice zmienność jest czymś korzystnym, bo stwarza okazję do zakupu większej liczby akcji świetnych przedsiębiorstw po atrakcyjnych cenach. Natomiast w modelu opartym na cenach stosuje się znaczną dywersyfikację, własność jest pojęciem abstrakcyjnym, a zmienność traktuje się jako zjawisko niekorzystne.

W modelu opartym na ekonomice pocieszająca jest świadomość, że ceny akcji w przyszłości są silnie skorelowane z podstawową ekonomiką danej firmy. Jeżeli ekonomika się poprawi, ceny akcji przypuszczalnie wzrosną; jeżeli się pogorszy, można oczekiwać, że ceny akcji w przyszłości spadną.

Wykorzystując takie ramy odniesienia, dysponuje się przewagą zwycięzcy, metodą dającą duże prawdopodobieństwo powodzenia. Podejście odwrotne – usiłowanie odgadywania cen w krótkim okresie – jest grą przegrywającego. Jednakże to, że w modelu opartym na ekonomice nie traktuje się krótkookresowych zmian cen jako mierników postępów, nie oznacza, że inwestorzy skoncentrowani nie mają żadnego sposobu na pomiar swojej efektywności. Oznacza tylko, że muszą się posługiwać innym miernikiem.

Inwestorzy skoncentrowani mogą mierzyć postępy w swoim portfelu, obliczając dochody przejrzyste, dokładnie tak, jak to robi Buffett. Aby obliczyć całkowity potencjał dochodowy Twoich firm, pomnóż dochód na akcję przez liczbę akcji będących Twoją własnością. Celem właściciela przedsiębiorstw jest stworzenie portfela firm, które w ciągu 10 lat przyniosą największe dochody przejrzyste.

Naucz się myśleć w kategoriach prawdopodobieństwa

Wiemy już, że Warren Buffett jest namiętym brydzyzą. Zapewne nie zdziwi to Czytelnika, że Charlie Munger dostrzega wiele analogii między tą grą a inwestowaniem. Powiada: „Nasz sposób inwestowania jest taki sam, jak rozwiązywanie problemu brydżowego: ocenia się rzeczywiste prawdopodobieństwa”¹¹.

Ulubioną książką Buffetta o brydżu jest „Why You Lose at Bridge” (Dlaczego przegrywasz w brydżu) S.J. Simona. Zawiera ona kilka spostrzeżeń, na

które powinni zwrócić uwagę inwestorzy. Według Simona „gracz, który poświęca swój czas, żeby poznać zasady matematyczne dotyczące gry, jest wyjątkiem – i zazwyczaj jest zawodowcem. Większość jego zysków wynika nie z większych umiejętności, lecz z lepszej znajomości matematyki”¹².

W każdej grze w karty, czy chodzi o brydża, o pokera czy oczko, podstawą wygranej jest głównie matematyka. Podobnie jest w inwestowaniu; pamiętajmy jednak, że matematyka inwestowania nie wykracza poza nasze możliwości. Algebra potrzebna do analizy Bayesa – to poziom szkoły średniej. Oczywiście, w inwestowaniu stosowanie matematyki w czystej postaci często wymaga uzupełnienia w postaci analizy subiektywnego prawdopodobieństwa, a potrzebne do tego umiejętności są wynikiem doświadczenia w biznesie. Buffett kilkakrotnie powiedział, iż jest lepszym inwestorem dzięki temu, że jest biznesmenem, a zarazem lepszym biznesmenem dzięki temu, że jest inwestorem.

W miarę poświęcania więcej czasu na myślenie o akcjach jako o przedsiębiorstwach, na czytanie sprawozdań rocznych i czasopism branżowych, coraz łatwiej będzie Ci myśleć w kategoriach prawdopodobieństwa. Zdziwisz się, jak szybko zaczniesz dostrzegać schematy występujące pod powierzchnią codziennych zmian cen. Buffett wskazuje: „Dostrzega się powtarzanie się pewnych schematów i zachowań w biznesie. A nawiasem mówiąc, Wall Street na ogół nie zwraca na nie uwagi”¹³.

Jeżeli staniesz się inwestorem, który dostrzega leżące u podstaw schematy, zauważysz, że łatwiej Ci będzie myśleć w kategoriach prawdopodobieństwa, a to zapewni Ci ogromną przewagę konkurencyjną. Simon powiada, że tym, co uniemożliwia dobrym graczom w brydża doskonałą grę, jest „apatia matematyczna”.

Poznaj psychologię błędnych sądów

Blaise Pascal, jeden z ojców teorii prawdopodobieństwa, powiedział: „Umysł ludzki jest zarazem chwałą i wstydem wszechświata”¹⁴. Charlie Munger dobrze przysłużył się inwestorom, przedstawiając zarys swoich poglądów na psychologię i inwestowanie. Powiada: „Umysł ludzki ma ogromną moc i jednocześnie popełnia standardowe błędy, które często prowadzą do fałszywych wniosków”¹⁵.

Psychologia inwestowania ma ogromne znaczenie. Możemy trafnie pojmować ekonomikę i trafnie oceniać prawdopodobieństwa, ale jeżeli pozwolimy emocjom wziąć górę nad rozsądkiem, nie osiągniemy żadnych korzyści z inwestowania skoncentrowanego – ani zresztą z jakiegokolwiek innego sposobu tej działalności.

Trzeba pamiętać, że inwestowanie skoncentrowane nie jest przeznaczone dla każdego. Jest to szczególny styl, często pozostający w sprzeczności z tym, co większość ludzi myśli o inwestowaniu. Charlie powiada: „Każdy musi grać w to,

co wynika z jego koncepcji użyteczności krańcowej, i w sposób, który uwzględnia jego własną psychologię”. Według Charliego, „jeżeli będziesz się czuł nie-szczęśliwy z powodu poniesionej straty – a pewne straty są nie do uniknięcia – to może mądrzej będzie, jeżeli przez całe życie będziesz stosować bardzo ostrożny sposób inwestowania i oszczędzania”¹⁶.

Buffett z tym by się zgodził. Powiada, że jeżeli przyjmuje się odległy horyzont inwestowania, ryzyko związane z inwestowaniem skoncentrowanym „staje się ryzykiem związanym z Tobą samym – czy potrafiś zachować wiarę w podstawowe sprawy przedsiębiorstwa i nie martwić się zbytnio giełdą papierów wartościowych”¹⁷.

Nie zwracaj uwagi na prognozy giełdowe

Kto pod koniec 1997 r. przewidywał, że Japonia, druga co do wielkości gospodarka na świecie, popadnie w najgorszą recesję od czasów II wojny światowej? Kto potrafił przepowiedzieć, że Rosja nie będzie mogła spłacać swoich długów, że nastąpi implozja na rynkach Azji Południowo-Wschodniej, że w ciągu sześciu tygodni indeks przemysłowy Dow-Jones spadnie o 1800 punktów, żeby po trzech krótkich miesiącach osiągnąć nową rekordową wysokość?

Odpowiedź brzmi: nikt tego nie przewidział, a jeżeli ktoś twierdzi, że to zrobił, to prawdopodobieństwo, że dokona drugiej trafnej prognozy jest nie większe niż przy grze w orła i reszkę. Giełda papierów wartościowych (i gospodarka światowa, której jest częścią) jest złożonym systemem dostosowawczym, podlegającym ciągłej ewolucji. Proste modele prognostyczne mogą na krótko wydawać się skuteczne, ale z czasem zawiodą. Korzystanie z nich może być kuszące, ale jest nierozsądne.

Buffett powiada, że rynek akcji często jest sprawny. Kiedy taki jest, informacja staje się dostępna na rynku w sposób losowy, a jego uczestnicy szybko ustalają ceny. Ale zauważmy – nie mówi, że rynek zawsze jest sprawny. Od czasu do czasu ceny ustalane przez uczestników rynku niedokładnie odzwierciedlają rzeczywistą wartość firmy. Ceny akcji odbiegają od rzeczywistej wartości z różnych powodów, w tym zarówno w wyniku przesadnej reakcji psychologicznej, jak i błędnych sądów ekonomicznych. Inwestorzy skoncentrowani są doskonale przygotowani do wykorzystania takich błędnych cen. Jednakże w takim stopniu, w jakim w swoim modelu uwzględniają prognozy makroekonomiczne lub giełdowe, ograniczą swoją przewagę konkurencyjną.

Czekaj na dobrą okazję

Ty Cobb kiedyś powiedział: „Ted Williams częściej trafia w piłkę niż ktokolwiek inny na całym świecie – ale wymaga idealnego rzutu”. To ściśle przestrzeganie dyscypliny być może wyjaśnia, dlaczego tylko on odbijał ponad

40 proc. piłek w ciągu minionych siedemdziesięciu lat. Warren Buffett bardzo podziwia Teda Williamsa i kilkakrotnie mówił akcjonariuszom Berkshire o jego zdyscyplinowanej postawie. W „Science of Hitting” (Nauce uderzania) Williams wyjaśniał swoją technikę. Dzielił strefę uderzeń na 77 komórek, z których każda ma wielkość piłki baseballowej. Otóż, jak powiedział Buffett, „składanie się do piłki w »najlepszej« komórce pozwalałoby Williamsowi na trafianie w 40 proc.; sięganie do piłki w »najgorszym« punkcie, dolnym zewnętrznym rogu strefy uderzeń, ograniczyłoby jego trafienia do 23 proc.”¹⁸.

Inwestycyjna analogia do rady Williamsa dotycząca odbijania piłki jest oczywista. W oczach Buffetta inwestowanie jest serią rzutów biznesowych. Żeby osiągnąć ponadprzeciętną efektywność, trzeba czekać, aż przedsiębiorstwo pojawi się w strefie uderzeń w najlepszej komórce. Buffett wierzy, że inwestorzy zbyt często składają się do złej piłki, na czym cierpi ich efektywność. Być może nie jest tak, że inwestorzy nie potrafią dostrzec dobrego rzutu – dobrego przedsiębiorstwa – kiedy się im przydarzy; być może trudność polega na tym, że nie potrafią się oprzeć pokusie machania kijem baseballowym.

Jak to przezwyciężyć? Warren Buffett radzi inwestorom, żeby zachowywali się tak, jak gdyby mieli „dożywną kartę decyzyjną” z dwudziestoma jedynie kratkami do dziurkowania. W ciągu całego życia można wybrać jedynie dwadzieścia inwestycji. Za każdym razem, kiedy inwestor zamierza się swoim kijem baseballowym, dziurkuje się kartę; do końca życia pozostaje nam do dyspozycji o jedną mniej możliwości. To zmusza nas do poszukiwania jedynie najlepszych okazji inwestycyjnych.

Nie daj się skusić do przymierzania się do piłki leżącej nisko i na granicy strefy odbijania. Williams, czekając na najkorzystniejszy rzut, ryzykował, że zostanie uznany za spalonego. Pod tym względem, powiada Buffett, inwestorzy mają lepiej. W odróżnieniu od Williamsa, „nie mogą nas uznać za spalonych, jeżeli oprzemy się trzem rzutom, ledwo mieszczącym się w strefie uderzeń”¹⁹.

Odpowiedzialność inwestorów skoncentrowanych: niezbędne ostrzeżenia

Zanim, Czytelniku, odłożysz tę książkę, musisz poważnie przemyśleć to, co powiemy dalej. Mówiono, że „Na sposób Warrena Buffetta” i „Portfel Warrena Buffetta” stanowią dla inwestorów coś w rodzaju instrukcji dla właściciela samochodu Ferrari. Jeżeli jednak zasiądziesz za kierownicą samochodu sportowego, który może osiągnąć szybkość 300 km/godz., to ponosisz odpowiedzialność za bezpieczne nim kierowanie. Zrobisz mądrze, nie tylko czytając instrukcję, ale ściśle stosując się do ostrzeżeń napisanych wytłuszczoną czcionką.

Podobnie, jeżeli chcesz się przypasać do portfela skoncentrowanego, mam dla Ciebie kilka ostrzeżeń:

- Nie zbliżaj się do giełdy papierów wartościowych, jeżeli nie chcesz myśleć o akcjach przede wszystkim i wciąż jako o częściowej własności firmy.
- Przygotuj się na staranne analizowanie należących do Ciebie przedsiębiorstw, a także firm, z którymi konkurujesz, dążąc do tego, żeby nikt nie wiedział więcej od Ciebie o Twojej firmie lub sektorze.
- Nawet nie myśl o stworzeniu portfela skoncentrowanego, jeżeli nie zamierzasz inwestować przez co najmniej pięć lat. Dłuższe horyzonty czasowe stwarzają bezpieczniejsze warunki jazdy.
- Nigdy nie buduj portfela skoncentrowanego przez zaciąganie kredytu. Niezadłużony portfel umożliwi Ci dostatecznie szybkie osiągnięcie celów. Pamiętaj, że nieoczekiwane wezwanie do spłaty długów kapitałowych zapewne zniszczy dobrze wyważony portfel.
- Pogódź się z koniecznością przystosowania swojego temperamentu i osobowości do zarządzania portfelem skoncentrowanym.

Twoim celem jako inwestora skoncentrowanego jest poznanie Twoich przedsiębiorstw w stopniu, jakiego nie osiąga Wall Street. Możesz uważać, że to niemożliwe, ale jeśli weźmiesz pod uwagę to, co promuje Wall Street, nie będzie to tak trudne, jak Ci się może wydawać. Jeżeli jesteś skłonny ciężko pracować, żeby poznać przedsiębiorstwa, zapewne będziesz wiedział więcej od przeciętnego inwestora o firmach, które do Ciebie należą, a tylko tyle potrzeba, żeby użyć przewagę konkurencyjną.

Buffett twierdzi, że jego podejście do inwestowania nie przekracza możliwości poznawczych poważnego inwestora. Zgadzam się z tym. Nie musisz mieć magisterium z wyceny przedsiębiorstw, żeby móc inwestować w sposób skoncentrowany. Jednakże wymaga to poświęcenia czasu na analizę procesu inwestowania. Jak powiada Buffett: „Inwestowanie jest łatwiejsze, niż myślisz, ale trudniejsze, niż się wydaje”²⁰. Skuteczne inwestowanie nie wymaga poznania wyższej matematyki, przeładowanej greckimi symbolami. Nie musisz nauczyć się rozszyfrowywania pochodnych albo wahań międzynarodowych kursów walutowych. Nie musisz dokładnie rozumieć polityki Rezerwy Federalnej, a z pewnością nie musisz śledzić aktualnych wypowiedzi prognozistów rynkowych.

Niektórzy inwestorzy woleliby poplotkować o tym, „co giełda wyczytnia”, niż poświęcić czas na przeczytanie sprawozdania rocznego. Ale wierz mi, że z rozmowy przy koktajlu o tendencjach giełdy i stopach procentowych w przyszłości będzie znacznie mniej pożytku niż z poświęcenia trzydziestu minut na przeczytanie ostatnich informacji nadesłanych przez należące do Ciebie firmy.

Dlaczego Wall Street nie zwracała uwagi na inwestowanie skoncentrowane?

Jak na sektor znany z naśladowania sposobów osiągnięcia sukcesów, zdumiewające, że Wall Street jakoś zdołała aż do dzisiaj pomijać inwestowanie skoncentrowane, chociaż ci, którzy je stosują, osiągali fenomenalne wyniki. Charlie Munger powiedział: „Ta nasza praktyka [portfeli skoncentrowanych], choć tak prosta, nie znalazła wielu naśladowców. Nie wiem, dlaczego. Stosują ją akcjonariusze Berkshire. Wszyscy z was [akcjonariuszy] nauczyli się jej. Jednakże nie stała się standardem w zarządzaniu inwestycjami – nawet na wielkich uniwersytetach i w innych instytucjach naukowych. Prowadzi to do bardzo ciekawego pytania: Jeżeli mamy rację, to dlaczego tak wiele wybitnych osobistości się myli?”²¹.

Charlie poruszył fundamentalną kwestię: dlaczego ludzie odrzucają niektóre koncepcje? Powinniśmy zwłaszcza pytać, dlaczego odrzucają koncepcje, które okazały się tak skuteczne? Człowiekiem najlepiej znającym odpowiedź na to pytanie był Thomas Kuhn.

Kuhn, zmarły w 1996 r., był fizykiem, który został filozofem. Jego arcydzieło z 1962 r. „Struktura rewolucji naukowych” jest uważane za jedną z najbardziej wpływowych, jeżeli nie za najbardziej wpływową pracę filozoficzną drugiej połowy XX w. W książce, sprzedanej w ponad milionie egzemplarzy, przedstawił koncepcję paradygmatu i powszechnie znanego obecnie terminu „zmiany paradygmatu”.

Kuhn twierdził, że postęp w nauce nie przebiega gładko. Chociaż mogliśmy sądzić, że odkrycie naukowe jest procesem, w którym dodaje się intelektualne cegiełki do już krzepkiej budowli, Kuhn wykazał, że postęp nauki jest niekiedy wynikiem kryzysu, w którym najpierw burzy się intelektualną konstrukcję istniejącego modelu, czyli paradygmatu, a następnie buduje całkowicie nowy model.

Historia potwierdza teorię Kuhna. Rewolucja kopernikańska obaliła geocentryczną koncepcję wszechświata, ogólna zaś teoria względności Einsteina podważyła fizykę Newtona. Za każdym razem, jak wyjaśniał Kuhn, zanim nastąpiła zmiana paradygmatu, pojawiał się okres kryzysu. Niektórzy ludzie uważają, że dzisiejszy spór między zwolennikami zdywersyfikowanych i skoncentrowanych portfeli jest takim kryzysem.

Według Kuhna pierwszy krok na drodze do zmiany paradygmatu następuje wtedy, kiedy pojawia się anomalia. Buffett powiedział: „Zawsze uważałem wyraz »anomalie« za interesujący, bo jak myślę, Kolumb stanowił anomalię – przynajmniej przez jakiś czas. Oznacza to coś, czego teoretycy nie potrafią wytłumaczyć. A zamiast sprawdzić swoje teorie, po prostu odrzucają tego rodzaju zjawiska jako anomalie”²².

Od lat naukowcy starali się wyjaśnić efekty uzyskiwane przez Buffetta jako anomalię, jako coś, co statystycy nazywają zdarzeniem pięciosigmowym. Ich zdaniem, Buffett jest kimś tak niezwykłym, że osiągnięte przez niego powodzenie mogło występować jedynie wyjątkowo i że jego powtórzenie byłoby jedynie przypadkowe. Niektórzy ekonomiści posługiwali się klasyczną analogią orangutanów: jeżeli zgromadzi się dostatecznie wiele orangutanów, statystycznie biorąc, jeden z nich musi być zjawiskiem w rodzaju Buffetta. Jeżeli jednak tak jest, to jak mamy wytłumaczyć sukcesy osiągnięte przez Johna Maynarda Keynesa, Phila Fishera, Charliego Mungera, Lou Sipsomsona i Billa Ruane'a?

Jednym z głównych powodów powstawania nowych paradygmatów jest załamywanie się starych. Kiedy tak się dzieje, zwolennicy dawnego paradygmatu często sklejają go w rozpaczliwym dążeniu do uratowania swojego modelu. Kiedy paradygmat Ptolomeusza nie mógł już wyjaśnić zmian w ruchach ciał niebieskich, astronomowie po prostu wprowadzali dodatkowe pierścienie do wyjaśnienia, co się dzieje na niebie. Twierdzili, że Ptolomeusz się nie mylił; po prostu trzeba tylko udoskonalić jego model.

Można by sądzić, że w dzisiejszym świecie uczeni chętnie przyjmują nowe, a nawet sprzeczne informacje, a następnie kolegalnie budują nowy paradygmat. Nic dalszego od prawdy, powiada Kuhn. „Chociaż [zwolennicy dotychczasowego poglądu] mogą tracić zaufanie do paradygmatu i poszukiwać alternatywnych wobec niego rozwiązań, nie odrzucają paradygmatu, który doprowadził do kryzysu”²³. Skoro tyle zainwestowali w nauczanie i w działalność opartą na obecnym modelu, zmiana byłaby ryzykiem intelektualnym, emocjonalnym i finansowym, którego nie warto podjąć.

Historycznie biorąc, zmiana paradygmatów trwa wiele dziesięcioleci i angażuje wiele pokoleń, co pozostawia wiele czasu na wykształcenie zwolenników nowego. Kiedy nie da się już zaprzeczyć, że stary paradygmat jest nieprzydatny, na horyzoncie pojawia się niemożliwa do powstrzymania armia zwolenników nowego. Do czasu dokończenia zmiany największe wyzwanie polega na tym, w jaki sposób zwolennicy nowego modelu mogą przeżyć w świecie wrogo odnoszącym się do ich poglądów.

Kuhn wskazał nam, że przetrwanie kryzysu paradygmatu wymaga przekory i wiary. Twierdzą, że superinwestorzy z Buffettville odznaczają się jednym i drugim, a biorąc pod uwagę ich osiągnięcia, cała reszta spośród nas dobrze by zrobiła, idąc w ich ślady.

Inwestycje a gra na giełdzie

Wielcy myśliciele finansowi, w tym John Maynard Keynes, Ben Graham i Warren Buffett, podejmowali próby wyjaśnienia różnic między inwestowaniem a grą spekulacyjną. Według Keynesa, inwestowanie to „działalność polegająca

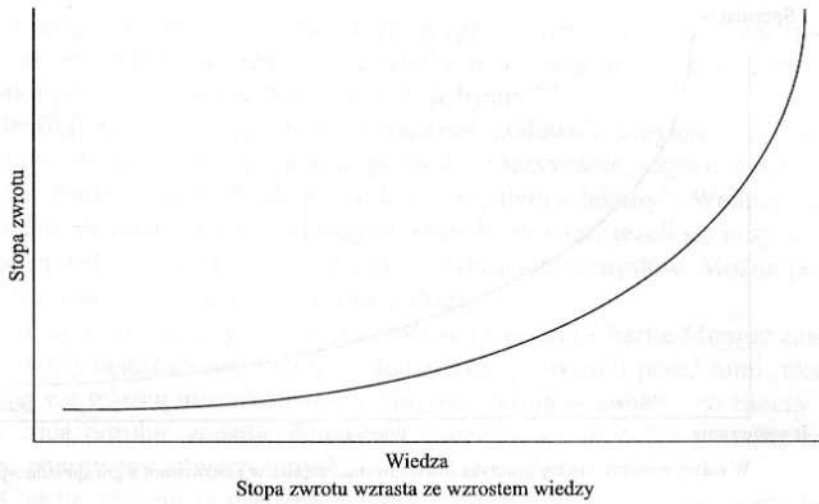
na określaniu przewidywanego dochodu z obiektów kapitałowych w ciągu całego ich trwania (...)", spekulacja zaś to „działalność polegająca na przewidywaniu psychiki rynku”²⁴. Według Grahama, „Operacja inwestycyjna to taka, która na podstawie gruntownej analizy obiecuje bezpieczeństwo kapitału i zadowalającą stopę zwrotu. Operacje nie spełniające tego wymagania są spekulacyjne”²⁵. Buffett uważa: „Jeżeli jesteś inwestorem, patrzysz na to, co zrobią dane aktywa – w naszym wypadku, przedsiębiorstwa. Jeżeli zajmujesz się grą, przede wszystkim prognozujesz ruch cen niezależnie od przedsiębiorstwa”²⁶.

Ogólnie biorąc, wszyscy są zgodni, że gracze zajmujący się spekulacją mają obsesję na punkcie odgadywania cen w przyszłości, inwestorzy zaś skupiają się na aktywach, wiedząc, że ceny w przyszłości są ściśle związane z ekonomiczną efektywnością tych aktywów. Jeżeli mają rację, to znaczna część czynności dominujących na rynkach finansowych ma charakter spekulacyjny, a nie inwestycyjny.

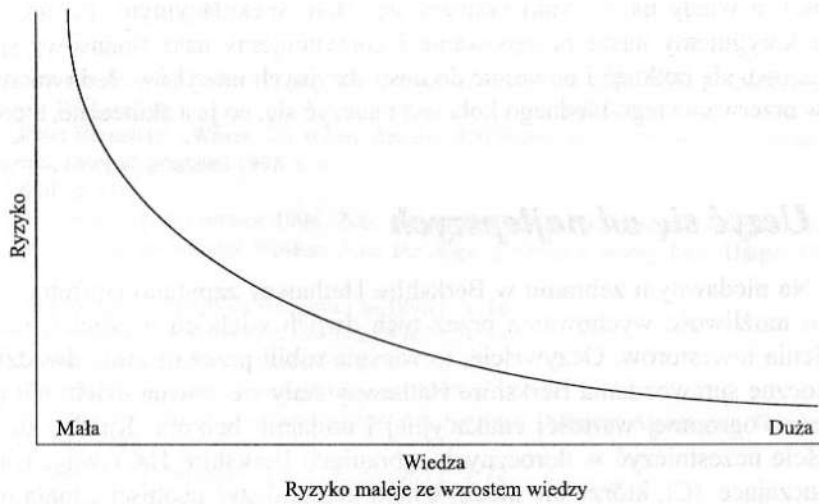
Jest to tocząca się od dawna, ale nadal żywa dyskusja między zażartymi zwolennikami obu poglądów. Charles Ellis niedługo przed śmiercią Grahama przeprowadził z nim obszerny wywiad. Ellis, partner w Greenwich Partners i autor „Winning the Loser’s Game” (Wygrywanie w przegranej grze) przeprowadził ten wywiad w 1976 r. dla „Financial Analysis Journal”. W jego trakcie przypomniał wcześniejszą dyskusję z Grahamem na temat sporu o inwestycje i grę spekulacyjną. Według Ellisa, to nie sama koncepcja spekulacji niepokoiła Grahama. Wyjaśniał, że gracze zawsze uczestniczyli w giełdzie. Natomiast poważnie niepokoiło go to, że według jego przekonania inwestorzy nieświadomie nabrali przyzwyczajęń spekulacyjnych.

Być może patrzyliśmy na tę kwestię z niewłaściwej strony. Zamiast kłótni o to, co jest inwestycją, a co spekulacją, może powinniśmy się bliżej zająć elementem wiedzy²⁷. Uważam, że stworzenie fundamentów wiedzy, która odwieździe nas od spekulacji i poprowadzi ku inwestowaniu, wymaga dokładniejszego poznania, jak funkcjonują przedsiębiorstwa i jak zachowują się ceny akcji, dostrzegania, że portfele skoncentrowane, w odróżnieniu od szeroko zdywersyfikowanych, dają nam największe szanse na uzyskanie wyników lepszych od funduszy indeksowych uświadomienia sobie wyższych kosztów związanych z dużą rotacją portfela i wyższych potencjalnych dochodów wynikających z niższej rotacji, zrozumienia, że pogoń za cenami akcji jest grą ludzi niemądrych.

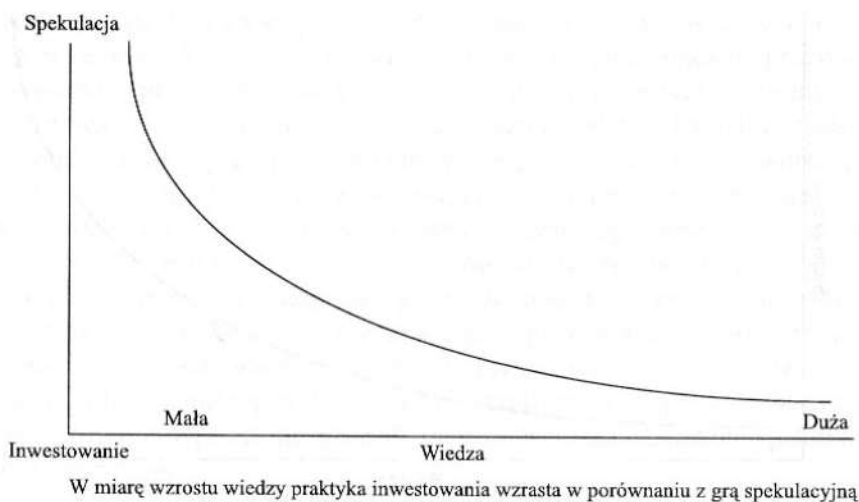
Możemy powiedzieć z całą pewnością, że wiedza prowadzi do zwiększenia stopy zwrotu z naszej inwestycji (rys. 9.1) i ogranicza wielkość ponoszonego ryzyka (rys. 9.2). Sądzę też, że można dowodzić, iż to wiedza wyznacza różnicę między inwestycją a grą spekulacyjną (rys. 9.3). W ostatecznym rachunku im większą dysponujemy wiedzą, tym mniejsze jest prawdopodobieństwo, że w naszym myśleniu i działaniu będzie dominować czysta spekulacja.



Rys. 9.1. Zależność między wiedzą a zwrotnością finansową



Rys. 9.2. Zależność między wiedzą a ryzykiem



Rys. 9.3. Zależność między wiedzą a inwestowaniem i spekulacją

Utalentowany autor prac na temat finansów, Ron Chernow, twierdzi, że „systemy finansowe są odbiciem wartości społeczeństw”⁵²⁸. Sądzę, że jest to w dużym stopniu prawdziwe. Od czasu do czasu przyjmujemy nieodpowiednie wartości, a wtedy nasze rynki poddają się siłom spekulacyjnym. Po niedługim czasie korygujemy nasze postępowanie i kontynuujemy nasz finansowy spacer, żeby znowu się potknąć i powrócić do destrukcyjnych nawyków. Jednym ze sposobów przerwania tego błędnego koła jest nauczyć się, co jest skuteczne, a co nie.

Uczyć się od najlepszych

Na niedawnym zebraniu w Berkshire Hathaway zapytano Buffetta i Mungera o możliwość wychowania przez tych dwóch wielkich myślicieli nowego pokolenia inwestorów. Oczywiście, to właśnie robili przez ostatnie dwadzieścia lat. Roczne sprawozdania Berkshire Hathaway stały się sławne dzięki ich przejrzystości, ogromnej wartości edukacyjnej i unikaniu bełkotu. Każdy, kto miał szczęście uczestniczyć w dorocznych zebraniach Berkshire Hathaway, wie, jak są pouczające. (Ci, którzy nie mogą w nich uczestniczyć osobiście, mają możliwość zapoznania się z uwagami Buffetta i Mungera, wraz z innymi przemówieniami i wywiadami, w świetnych reportażach Outstanding Investor Digest Henry’ego Emersona). Swoimi przykładami i wystąpieniami publicznymi Warren Buffett i Charlie Munger przyczynili się do nauczania wielu tysięcy inwestorów, jak myśleć o procesie inwestowania, podobnie jak sami uczyli się u swoich nauczycieli.

Wiemy, że Charlie wierzy „w zdyscyplinowane opanowanie najlepszego z tego, co wymyślili inni ludzie. Nie wierzę w to, żeby można było usiąść i do wszystkiego dojść samemu. Nikt nie jest tak bystry”²⁹.

Buffett zgodziłby się z tym. Powiedział: „Głównie uczyłem się, czytając. Nie sądzę, żebym miał oryginalne pomysły. Oczywiście, czytałem Grahama. Czytałem Phila Fishera. Wiele pomysłów czerpałem z lektury”. Według Buffetta: „Można się dużo nauczyć od innych. Prawdę mówiąc, jeżeli się uczy w zasadzie od innych, nie trzeba mieć zbyt wielu własnych pomysłów. Można po prostu zastosować najlepsze z tego, co się zobaczy”³⁰.

Zdobywanie wiedzy – to podróż. Warren Buffett i Charlie Munger znaczną część swojej mądrości zaczerpnęli u ludzi, którzy przyszli przed nimi, ukształtowali ją we własną mozaikę wiedzy i hojnie oferują ją innym – to znaczy tym, którzy chcą odrobić zadanie domowe i nauczyć się, ile tylko potrafią, mając świeży, energiczny, otwarty umysł.

Charlie Munger powiedział niegdyś: „Zdumiewające, jak niektórzy ludzie są odporni na nauczanie się czegokolwiek”. Buffett dodał: „Naprawdę zdumiewająca jest ich odporność, jeżeli nawet uczenie się leży w ich własnym interesie”. Ciągnął w bardziej refleksyjnym nastroju: „Występuje nieprawdopodobny opór wobec myślenia lub zmiany. Cytowałem kiedyś Bertranda Russella, który powiedział: »Większość ludzi wolałaby umrzeć niż myśleć. Wielu tak zrobiło«. A w sensie finansowym jest to prawda”³¹.

¹ Stephen Jay Gould, *Full House: The Spread of Excellence from Plato to Darwin*. Nowy Jork. Crown 1996, s. 116.

² Peter Bernstein: „Where, Oh Where Are the .400 Hitters of Yesteryear?” *Financial Analysts Journal*, listopad-grudzień 1998, s. 6.

³ *Ibid.*, s. 11.

⁴ *Broadcasting*, 9 czerwca 1996. Zob. Simon Reynolds: *Thoughts of Chairman Buffett: Thirty Years of Unconventional Wisdom from the Sage of Omaha*. Nowy Jork. Harper Collins 1998.

⁵ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1996 r., s. 16.

⁶ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1987 r., s. 14.

⁷ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1996 r., s. 16.

⁸ *Outstanding Investor Digest*, 18 kwietnia 1990, s. 17.

⁹ Ronald Surz: „R-Squareds and Alphas Are Far from Different Alphabets”. *The Journal of Investing*, lato 1998.

¹⁰ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1983 r., s. 14.

¹¹ *Outstanding Investor Digest*, 5 maja 1995, s. 51.

¹² S.J. Simon: *Why You Lose at Bridge*. Louisville, KY, Devyn Press, Inc. 1994, s. 9.

¹³ *Outstanding Investor Digest*, 8 sierpnia 1996, s. 30.

¹⁴ *Outstanding Investor Digest*, 5 maja 1995, s. 51.

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ *Outstanding Investor Digest*, 13 marca 1998, s. 56.

¹⁷ *Outstanding Investor Digest*, 8 sierpnia 1997, s. 19.

¹⁸ Sprawozdanie Berkshire Hathaway za 1997 r., s. 5.