

# ZWYKŁE AKCJE, NIEZWYKŁE ZYSKI ORAZ INNE DZIEŁA

PHILIP A. FISHER

ISBN: 978-83-7746-020-7  
format 158/233, oprawa twarda z obwolutą  
liczba stron: 356  
cena: 69,90 zł

Patronat: Legg Mason Towarzystwo Funduszy  
Inwestycyjnych S.A.



Philip Fisher to jeden z najbardziej wpływowych inwestorów wszechczasów, który cieszy się powszechnym szacunkiem i podziwem. Jego filozofię inwestowania wprowadzoną niemal czterdzieści lat temu nie tylko studiują i stosują dziś specjaliści z zakresu finansów, ale uznaje się ją nawet za „ewangelię” inwestowania. Opisał on ją w swojej książce *Zwykłe akcje, niezwykle zyski*, którą w czasie jej pierwszego wydania w 1958 roku uważano za bezcenny materiał, a obecnie określa się jako lekturę obowiązkową.

*Po przeczytaniu Zwykłych akcji, niezwykle zysków próbowałem skontaktować się z Philem Fisherem. Kiedy go w końcu spotkałem, zrobił na mnie równie silne wrażenie, jak wcześniej jego pomysły. Korzystanie z technik proponowanych przez Phila umożliwia dogłębne zrozumienie zasad funkcjonowania biznesu i pozwala na zaciąganie inteligentnych zobowiązań inwestycyjnych.*

– Warren Buffett

*Choć Philip Fisher nie jest znany szerszej publiczności, rzadko udzielał wywiadów i pracował dla niewielu klientów, jego prace są czytane i studiowane przez większość wnikliwych specjalistów z zakresu inwestycji – każdy zyska (podobnie jak Warren Buffett) na analizowaniu zasad inwestowania proponowanych przez Fishera.*

– James W. Michaels, redaktor magazynu „Forbes”

*Cały mój egzemplarz Zwykłych akcji, niezwykle zysków jest pełen podkreśleń i komentarzy umieszczanych na marginesach.*

– John Train, autor Dance of the Money Bees

## O AUTORZE

---

**Philip A. Fisher** zaczynał karierę w 1928 roku jako analityk giełdowy. W 1931 r. założył firmę inwestycyjną Fisher & Co., specjalizującą się w doradztwie inwestycyjnym. Uznawany jest za jednego z pionierów inwestowania długoterminowego.

## Spis treści

<b>Przedmowa. Czego nauczyłem się z książek mojego ojca .....</b>	<b>11</b>
Piętnaście zasad .....	13
Cele a pozyskiwanie informacji z niestandardowych źródeł ..	16
To i wiele więcej .....	22
<b>Wstęp .....</b>	<b>29</b>
Początki .....	30
Okres pośredni.....	34
Co to był za człowiek? .....	42
Trzy „P” .....	54
Znaczenie – lustrzane odbicie .....	61
 <b>Część pierwsza</b>	
<b>Zwykłe akcje, niezwykle zyski.....</b>	<b>63</b>
Przedmowa .....	65
Rozdział 1. Wskazówki z przeszłości .....	68
Rozdział 2. Czemu służą „informacje z niestandardowych źródeł” .....	79
Rozdział 3. Co kupować. Piętnaście punktów, których należy szukać w akcjach zwykłych .....	82
Rozdział 4. Co kupować. Stosowanie 15 punktów do własnych potrzeb.....	120
Rozdział 5. Kiedy kupować.....	131
Rozdział 6. Kiedy sprzedawać, a kiedy nie.....	150

Rozdział 7. Zamieszanie wokół dywidend.....	160
Rozdział 8. Pięć zakazów dla inwestorów.....	171
1. Nie kupuj akcji bardzo młodych firm. ....	171
2. Nie ignoruj dobrych akcji tylko dlatego, że są sprzedawane „poza obrotem giełdowym”.....	173
3. Nie kupuj akcji tylko dlatego, że podoba ci się „ton” raportu rocznego danej firmy. ....	178
4. Nie zakładaj, że wysoka cena sprzedaży akcji w stosunku do zysków wskazuje na to, iż dalszy wzrost tych zysków został już w znacznym stopniu dyskontowany w tej cenie.	180
5. Nie spieraj się o drobne. ....	182
Rozdział 9. Kolejne pięć zakazów dla inwestorów.....	185
1. Nie przeceniaj znaczenia dywersyfikacji. ....	185
2. Nie bój się kupować w czasach wojennej paniki.....	196
3. Nie zapominaj o Gilbercie i Sullivanie. ....	199
4. Pamiętaj, aby kupując prawdziwe akcje wzrostowe, wziąć pod uwagę czas i cenę. ....	207
5. Nie podążaj za tłumem. ....	209
Rozdział 10. Jak znaleźć akcje wzrostowe.....	218
Rozdział 11. Podsumowanie i wnioski.....	230
 <b>Część druga</b>	
<b>Konserwatywni inwestorzy śpią spokojnie .....</b>	<b>233</b>
Wstęp.....	235
Rozdział 1. Pierwszy wymiar konserwatywnych inwestycji .....	238
Niskonakładowa produkcja .....	238
Doskonały marketing.....	240
Wizjonerskie prace badawcze i rozwój technologiczny .....	241
Umiejętności finansowe.....	242
Rozdział 2. Drugi wymiar. Czynniki ludzki.....	245

Rozdział 3. Trzeci wymiar. Uwarunkowania inwestycyjne niektórych przedsiębiorstw .....	257
Rozdział 4. Czwarty wymiar. Cena konserwatywnej inwestycji .....	267
Rozdział 5. Więcej o czwartym wymiarze .....	274
Rozdział 6. Jeszcze kilka słów o czwartym wymiarze .....	280

## Część trzecia

<b>Wypracowywanie filozofii inwestycyjnej .....</b>	<b>289</b>
Rozdział 1. Korzenie filozofii.....	291
Narodziny fascynacji .....	292
Doświadczenia kształtujące mnie jako inwestora.....	293
Pierwsze lekcje w szkole życia.....	295
Podstawy .....	297
Rynek akcji podczas wielkiego kryzysu .....	299
Szansa na rozwinięcie skrzydeł.....	300
Katastrofa jako szansa świeżego początku .....	301
Podstawy nabierają kształtu .....	302
Rozdział 2. Nauka w praktyce .....	304
Food Machinery jako szansa na dobrą inwestycję .....	306
Zygzakowanie .....	309
W opozycji, ale nie w błędzie .....	310
Cierpliwość i działanie .....	311
Od każdej reguły są wyjątki... jednak niewiele.....	314
Eksperyment z wyczuwaniem właściwego momentu .....	315
Szukanie ceny, rezygnowanie z okazji .....	317
Rozdział 3. Filozofia dojrzewa .....	319
E pluribus unum .....	320
Historia w starciu z szansami .....	323
Wnioski z dobrych lat .....	324
Nie ilość się liczy, lecz jakość .....	327
Być cierpliwym czy wyprzedawać akcje w obliczu potencjalnego załamania?.....	328

Szybki obrót akcjami może być szybką drogą w dół.....	331
Długi cień dywidend .....	332
<b>Rozdział 4. Czy rynek jest efektywny? .....</b>	<b>335</b>
Mit efektywnego rynku.....	336
Raychem Corporation .....	340
Raychem, zniszczone marzenia i kryzys .....	341
Raychem i efektywny rynek .....	344
Podsumowanie .....	345
<b>Załącznik. Kluczowe czynniki niezbędne do oceny dobrze</b>	
<b>rokujących firm .....</b>	<b>348</b>
Czynniki funkcjonalne.....	348
Czynnik ludzki.....	350
Czynniki biznesowe.....	351
<b>Indeks .....</b>	<b>353</b>

## Wskazówki z przeszłości

Masz w banku trochę oszczędności i postanawiasz kupić trochę akcji. Mogłeś się na to zdecydować, ponieważ chcesz osiągać większe zyski niż te, które przynoszą inne formy obracania tymi funduszami, albo dlatego, że pragniesz rozwijać się razem z Ameryką. Możliwe, że wspominasz dawne czasy, kiedy Henry Ford zakładał Ford Motor Company, a Andrew Mellon budował od podstaw Aluminum Company of America, i zastanawiasz się, czy uda ci się znaleźć jakieś młode przedsiębiorstwo, które mogłoby ci dziś zapewnić wielkie zyski w przyszłości. Bardzo prawdopodobne jest też to, że masz w sobie więcej obaw niż nadziei i chciałbyś po prostu odłożyć sobie jakąś sumę na czarną godzinę. W rezultacie, nasłuchawszy się o inflacji, pragniesz czegoś, co będzie bezpieczne i odporne na dalszy spadek siły nabywczej dolara.

Twoja motywacja opiera się prawdopodobnie na połączeniu kilku z tych elementów, informacji o sąsiadach, którzy zarobili trochę na giełdzie, a także na otrzymanej pocztą broszurze wyjaśniającej, dlaczego akcje Midwestern Pumpnickel stanowią teraz nie lada okazję. Za tym wszystkim kryje się jednak tylko jeden cel. Z tych lub innych względów, w ten lub inny sposób, kupuje się akcje po to, aby na tym zarobić.

Dlatego też, zanim się jeszcze pomyśli o kupnie jakichkolwiek akcji, wydaje się logiczne sprawdzenie, w jaki sposób z powodzeniem zarabiano pieniądze w przeszłości. Nawet przelotne spojrzenie na historię amerykańskiego rynku papierów wartościowych pozwala zauważyć, że do zdobywania spektakularnych fortun wykorzystywano dwie zupełnie odmienne metody. W XIX wieku i na początku XX wieku wiele pokąźnych, jak i nieco mniejszych fortun zdobywano w drodze ob-

stawiania cyklu koniunkturalnego. W czasie, gdy niestabilny system bankowy przyczyniał się do znacznych wahań na rynku, kupowanie akcji w okresie recesji i sprzedawanie ich w okresie ożywienia niosło w sobie duży potencjał zysku. Zależność taka sprawdzała się głównie w przypadku osób mających powiązania w świecie finansów, gdy mogły z niewielkim wyprzedzeniem otrzymywać informacje o zbliżających się kłopotach systemu bankowego.

Ważniejsze jednak wydaje się uzmysłowienie sobie, że nawet w epoce wolnego rynku papierów wartościowych, początek końca której nastąpił z chwilą utworzenia Systemu Rezerwy Federalnej w 1913 roku i która przeszła do historii wraz z przyjęciem przepisów dotyczących papierów wartościowych i giełdy w początkowej fazie urzędowania administracji Roosevelta, osoby stosujące inną metodę zarobiły znacznie więcej, ponosząc przy tym dużo mniejsze ryzyko. Nawet w tych wczesnych latach znajdowanie znakomitych przedsiębiorstw i trzymanie się ich w okresie zmian i zawirowań rynkowych okazało się dla wielu osób bardziej korzystne niż barwna praktyka dokonywania tanich zakupów, a następnie drogich sprzedaży.

Jeżeli dziwi cię to stwierdzenie, jego rozwinięcie może cię zaskoczyć jeszcze bardziej. Może ono także dostarczyć klucz do otwarcia pierwszych drzwi do udanego inwestowania. Obecnie na różnych krajowych rynkach papierów wartościowych notowanych jest nie kilka, ale mnóstwo firm, w które dwadzieścia pięć do pięćdziesięciu lat temu można było zainwestować około 10 000 dolarów i dysponować dziś dzięki temu kwotą od 250 000 dolarów do wielokrotności tej liczby. Mówiąc inaczej, większość inwestorów (i ich rodziców działających na ich rzecz) miała w swoim życiu wiele możliwości, aby przygotować podstawy do zarobienia pokaźnej fortuny dla siebie lub swoich dzieci. Możliwości te nie wymagały dokonywania określonego dnia zakupu w sytuacji wielkiej paniki. Akcje danych firm były dostępne przez wiele lat w cenie umożliwiającej osiągnięcie ogromnych zysków. Niezbędne było jednak dostrzeżenie tych nielicznych firm zapewniających niezwykle możliwości inwestowania wśród wielu innych, które w przyszłości mogły odnieść względny sukces lub ponieść zupełną klęskę.

Czy w dzisiejszych czasach istnieją możliwości dokonania inwesty-

Odpowiedzi na to pytanie należy poświęcić sporo uwagi, ponieważ jeżeli okaże się twierdząca, droga do osiągnięcia realnych zysków z inwestowania w akcje stanie przed tobą otworem. Na szczęście istnieją silne dowody na to, że dzisiejsze możliwości są nie tylko tak duże, jak te z pierwszego kwartału XX wieku, ale nawet znacznie większe.

Wynika to m.in. ze zmiany fundamentalnych koncepcji z zakresu zarządzania przedsiębiorstwem, która nastąpiła w tym okresie, oraz z powiązanych z tym zmian w regulowaniu stosunków organizacyjnych. W poprzedzającym nas pokoleniu na czele wielkich korporacji stały zazwyczaj osoby należące do rodziny właścicieli. Uważały one firmę za swoją własność i powszechnie ignorowały interesy zewnętrznych akcjonariuszy. Jeżeli poświęcano jakąkolwiek uwagę kwestii ciągłości zarządzania, czyli szkoleniu młodych mężczyzn, aby zajmowali miejsca tych, których wiek nie pozwala już na wykonywanie swoich obowiązków, polegało to głównie na zajmowaniu się synem, siostrzeńcem lub bratankiem, który miał przejąć stanowisko. Kadra zarządzająca rzadko zajmowała się przede wszystkim kierowaniem najzdolniejszych dostępnych pracowników do zajmowania się inwestycjami przeciętnych akcjonariuszy. W tym wieku autokratycznej dominacji osobowej starzejące się kadry zarządzające miały tendencję do sprzeciwiania się innowacjom lub ulepszeniom i często nie chciały nawet słuchać sugestii lub krytyki. Wiele się zmieniło od tamtej pory i obecnie firmy prześcigają się w poszukiwaniu sposobów na to, aby robić wszystko jeszcze lepiej. Współczesna najwyższa kadra zarządzająca prowadzi zazwyczaj ciągłą autoanalizę i w ramach nieustannego dążenia do ulepszeń często wychodzi poza mury własnej organizacji w poszukiwaniu porad u wszelkiego rodzaju ekspertów.

Dawniej zawsze istniało znaczne niebezpieczeństwo, że najbardziej atrakcyjna w danym momencie firma nie zdoła utrzymać swojej pozycji w danej branży, a jeżeli jej się to uda, to osoby mające dostęp do informacji niejawnych wewnątrz firmy zagarną wszystkie zyski dla siebie. Tego typu niebezpieczeństwa inwestycyjne nie w pełni są reliktem przeszłości, ale obecnie stanowią znacznie mniejsze ryzyko dla ostrożnych inwestorów.

Warto poświęcić trochę uwagi jednemu z aspektów zmiany, jaka



rozwój w dziedzinie badań i inżynierii laboratoryjnej. Usprawnienia te nie przyniosłyby faktycznych korzyści akcjonariuszom, gdyby nie towarzyszyło im uczenie się przez kadre zarządzającą równoległej praktyki, za sprawą której badanie to może stanowić narzędzie dostępu akcjonariuszy do wciąż rosnących zysków. Nawet dziś wielu inwestorów nie jest do końca świadomych, jak szybko doszło do takiego rozwoju, jak dalej niemal na pewno będzie on postępował i jaki jest jego wpływ na podstawową politykę inwestycyjną.

Faktem jest, że do końca lat 20. XX wieku zaledwie pół tuzina korporacji przemysłowych dysponowało znaczącymi ośrodkami badawczymi. Według dzisiejszych standardów można je określić jako małe. Badania w dziedzinie przemysłu zaczęły się tak naprawdę rozwijać jako konsekwencja strachu wywoływanego przez zintensyfikowanie takiej działalności dla celów wojskowych przez Adolfa Hitlera.

Od tamtej pory działalność badawcza wciąż się rozwija. Wyniki sondażu przeprowadzonego wiosną 1956 roku i opublikowanego na łamach „Business Week” oraz wielu innych publikacji fachowych wydawnictwa McGraw-Hill wykazały, że wydatki na badania i rozwój w prywatnych przedsiębiorstwach wyniosły w 1953 roku około 3,7 mld dolarów. Do 1956 roku wzrosły one do 5,5 mld dolarów, a obecne plany przedsiębiorstw przewidują, że kwota ta przekroczy 6,3 mld dolarów do 1959 roku. Równie zaskakującym wnioskiem płynącym z tego sondażu jest to, że do 1959 roku lub w ciągu zaledwie trzech lat wiele wiodących branż oczekuje, że od 15% do ponad 20% ich całkowitej sprzedaży będą stanowiły produkty, których nie było w obrocie w 1956 roku.

Wiosną 1957 roku ta sama firma przeprowadziła podobny sondaż. Jeżeli uznamy, że liczby podane w 1956 roku były zaskakujące, to te ujawnione zaledwie rok później można by nazwać piorunującymi. Wykazano, że wydatki na badania wzrosły o 20% w porównaniu z rokiem poprzednim i osiągnęły wielkość 7,3 mld dolarów. Stanowi to wzrost rzędu niemal 100% w ciągu czterech lat. Oznacza to, że rzeczywisty wzrost w ciągu dwunastu miesięcy był o 1 mld dolarów większy niż przewidywany zaledwie rok wcześniej całkowity wzrost w okresie nadchodzących 36 miesięcy. W międzyczasie prognozowa-

Ponadto wszystkie branże produkcyjne (a nie tylko kilka wybranych, jak to było w przypadku wcześniejszego sondażu) oczekiwały, że 10% sprzedaży z 1960 roku będą stanowiły produkty, których nie było jeszcze w obrocie trzy lata wcześniej. W przypadku niektórych wyselekcjonowanych branż ten udział procentowy (z którego wyłączono sprzedaż obejmującą nowe modele i produkty o zmienionym stylu) był kilkakrotnie wyższy.

Nie da się przecenić wpływu tego rodzaju sondaży na inwestycje. Koszty tego typu badań osiągają taki poziom, że korporacje niezdolne do mądrego ich wykorzystania z handlowego punktu widzenia mogą się zachwiać pod ogromnym ciężarem kosztów operacyjnych. Ponadto nie ma szybkiego i łatwego sposobu na oszacowanie opłacalności badań przez kadry zarządzające lub inwestora. Podobnie jak nawet najzdolniejszy zawodowy bejsbolista nie może oczekiwać, że trafi w piłkę częściej niż raz na trzy próby, tak też statystycznie pokażna liczba projektów badawczych nie przyniesie żadnych korzyści. Dodatkowo, zupełnie przypadkowo, w jednym okresie może skumulować się nietypowa liczba takich nieopłacalnych projektów – i to nawet w najlepszym laboratorium komercyjnym. Ponadto projekt zazwyczaj zaczyna wywierać istotny korzystny wpływ na zyski firmy po upływie od siedmiu do jedenastu lat od chwili jego zapoczątkowania. W związku z tym można być niemal pewnym, że nawet najbardziej opłacalne projekty badawcze będą stanowiły istotne obciążenie finansowe, zanim zaczną przynosić zyski akcjonariuszom.

Zachęcamy do lektury!