

## الفصل العاشر

### إدارة محفظتك الاستثمارية

درسنا - وصولاً إلى هذا الفصل - أسلوب وورن بفت Warren Buffett في اتخاذ قرارات الاستثمار القائمة على مبادئ لازمنية، تمت صياغتها في اثني عشر مذهباً، ورأيانه في معرض تطبيقه لهذه المبادئ في شراء الأسهم والسندات، والاستحواذ على الشركات، وأمضينا الوقت في إدراك إحياءات الآخرين في المساعدة على صياغة فلسفته الاستثمارية.

لكن اتخاذ القرارات بشأن الأسهم التي يجب شراؤها هو نصف القصة، كما يعرف ذلك كل مستثمر، أما نصفها الثاني فهو العملية المستمرة في إدارة المحفظة الاستثمارية وتعلّم كيفية مُجاراة التقلبات العاطفية التي لأبد مُصاحبة لهذه القرارات.

فلا غرَوَ إذن أن تدلنا في هذا الفصل سمة وورن بفت القيادية على الطريق.



قدّمت لنا هوليوود Hollywood صورة حيّة لمدير المال؛ فهو يتحدث على هاتفين في آن معاً ويسجل ملاحظات كالمسعود في محاولته استبقاء بصره مُركزاً على شاشات الحواسيب التي تومض وتبرق أمامه من جميع الاتجاهات، وتشد يده شعره كلما أظهرت إحدى هذه الشاشات انخفاضاً طفيفاً في أسعار الأسهم.

إن وورن بفت أبعد الناس الذين نتخيلهم عن هذا الجنون، فهو يتحرك بهدوء نابع من الثقة العظيمة، وما به من حاجة إلى مراقبة العديد من شاشات الحواسيب في آن واحد، فمعرفة تغيّرات السوق اللحظية لاتعني له شيئاً لأنه لايفكر بالدقائق ولا بالشهور بل بالسنين، ولا يحتاج إلى مجازاة المئات من الشركات، لأن استثماراته مُركّزة في النخبة المختارة منها، وهذا الأسلوب - الذي يدعوه «الاستثمار المُركّز» - يُسهّل العمل في إدارة المحفظة الاستثمارية إلى حد كبير.

«نحن نركّز فقط على حفنة من الشركات المُبرّرة، وما نحن

إلا مستثمرون مركزون».<sup>1</sup>

وورن بفت، 1994

### الوضع الراهن: الاختيار بين استراتيجيتين

يبدو أن الوضع الراهن، لإدارة المحفظة الاستثمارية التي تمارس من قبل كل واحد، قد دخل لعبة شد الحبل بين استراتيجيتين متنافستين: إدارة المحفظة الاستثمارية الفاعلة والمؤشر الاستثماري.

إن مديري المحافظ الاستثمارية الفاعلة دائبون على العمل باستمرار في شراء عدد هائل من الأسهم العادية وبيعها لأن وظيفتهم تكمن في المحافظة على رضى زبائنهم، مما يعني أن يتفوّق أدائهم دائماً على أداء السوق حيث يكون بمقدور الزبونة تطبيق المعيار الواضح في أي يوم من الأيام لترى مدى ما أنجزته «محفظتي» الاستثمارية مقارنة باجمالي السوق ولتجد الجواب إيجابياً فتستبقي أموالها في الصندوق الاستثماري، وهؤلاء المديرون يحاولون استقرار ماسيحدث للأسهم في غضون الأشهر الستة القادمة، واستحلاب المحفظة الاستثمارية للاستفادة من تنبؤاتهم محافظة منهم على موقعهم الاستثماري العالي.

الاستثمار المرتبط بمؤشر من الناحية الأخرى أسلوب سلبي يقوم على الشراء والإمساك، ويشتمل على تجميع محفظة أسهم عادية متنوعة مصنفة بتأناً لمحاكاة سلوك مؤشر معياري معيّن، مثل ستاندرد أند بورز 500، Standard & Poor's، والاحتفاظ بها. وأبسط طريقة لبلوغ هذا الهدف وأكثرها شيوعاً حتى اليوم هي الاستثمار من خلال صندوق استثمار مشترك مرتبط بمؤشر.

لطالما شَنَّ أنصار الأسلوبين الحملات ليبرهنوا على بيان أيهما يعطي في نهاية المطاف العائد الاستثماري الأكبر.

يجادل مديرو المحافظ الاستثمارية الفاعلة بأنهم يستطيعون - بفضل مهاراتهم الفائقة في التقاط الأسهم - أن يتفوقوا على أداء أي مؤشر. أما المتخصصون باستراتيجيات المؤشرات من ناحيتهم فلا يتمتعون بخبرة واسعة. لقد بيّنت نتائج دراسة متوالية خلال فترة امتدت عشرين سنة - بين عامي 1977 و 1997 - أن عدد الصناديق الاستثمارية التي تمكنت من التفوق على مؤشر ستاندرد أند بورز 500 قد هبط بشكل مأساوي من 50% في السنوات الأولى إلى مجرد 25% في السنوات الأربع الأخيرة، وأن عدد الصناديق التي تدار بفاعلية تدنى في مجارة السوق فوصل إلى 90% منذ تشرين الثاني/ نوفمبر 1998 ( وتدنّت مُعدّلاتها بنسبة 14% عن مؤشر ستاندرد أند بورز 500)، وهذا يعني أن نسبة المتفوقين عليه هي 10% فقط.<sup>2</sup>

إن إدارة المحافظ الاستثمارية الفاعلة - كما تمارَس اليوم على وجه العموم - تتمتع بفرصة ضئيلة جداً للتفوق في أدائها على المؤشر، وذلك لسبب أول، هو أنها أسيرة فرضية مهزوزة جداً: إشتري اليوم كل ما يمكن التنبؤ بقابليته للبيع بربح دون النظر إلى ماهيته، وفي هذا المنطق مَقْتَلُهُ، لأن التنبؤات مستحيلة في ظل تعقيدات عالم المال. والسبب الثاني أن هذا المستوى العالي من الفاعلية يترافق مع مصاريف الصفقة فيأكل صافي عائدات المستثمرين. وحينمانعكس ذلك على النفقات - بصورة عامِلٍ - يتضح أن شركة إدارة الأموال الفاعلة قد حضرت قبرها بيديها.

التعامل من خلال مؤشر أفضل بوجوه عديدة من المحافظ الاستثمارية الفاعلة، لأنها لا تشتمل على نفقات مُعادلة، غير أن أفضل الصناديق ذات المؤشر والعاملة في ذروتها لن تقدم لك سوى عائدات السوق الاجمالية، وأكثر ما يمكن أن يفعله المستثمرون فيها لن يتفوق على أداء السوق زيادة أو نقصاناً.

يجب أن يطرح المستثمرون الأذكاء السؤال التالي على أنفسهم: هل أنا راضٍ بالمعدل الوسطي؟ هل أستطيع أن أعمل بشكل أفضل؟

### اختيار جديد

لو أُتيح لوورن بفت مجال الاختيار بين أسلوبَي الاستثمار الفاعل والاستثمار في صندوق بمؤشر لاختار الأخير دونما تردد، وهذا خير بصورة خاصة على المستثمرين الذين يتمتعون بمقدار ضئيل من التسامح بالمخاطرة، وعلى الأشخاص ذوي المعرفة البسيطة باقتصاديات العمل ولكنهم مع ذلك يريدون المشاركة بالمزايَا طويلة الأمد للاستثمار في الأسهم العادية.

يقول بفت بطريقته التي لا يمكن تقليدها: «يستطيع المستثمر الجاهل أن يتجاوز بأدائه في الحقيقة أداء أكثر العاملين في الاستثمار، وذلك بطرح استثماراته المنتظمة في صندوق استثماري ذي مؤشر»<sup>3</sup>. إلا أن بفت يسارع إلى التنويه بوجود بديل ثالث؛ وهو نوع مختلف جداً من استراتيجية المحافظ الاستثمارية الفاعلة، ويزيد بشكل واضح من احتمالات تخطي المؤشر، وهو الاستثمار المُركّز.

### الاستثمار المُركّز: الصورة الكبيرة

الاستثمار المُركّز - في أبسط صوره - يعني اختيارك حفنة من الأسهم التي يحتمل أن تولد عائدات تزيد عن المعدل على المدى الطويل، وتركز الحجم الأكبر من استثمارتك فيها، ثم تصمد خلال تقلبات سوق الأوراق المالية.

في المقاطع التالية وصف لمختلف عناصر هذه العملية.

### «عليك بإيجاد شركة مُتميّزة»

طوّر وورن بَفت على مرّ السنين طريقة لتحديد الشركات الجديرة بأمواله؛ وهي تركز على رأي فيه الكثير من الصحافة: إذا أبلت الشركة بلاء حسناً وقام على إدارتها أشخاص أذكياء عكست أسعار أسهمها قيمتها الأصلية، وهو بهذا يكرّس القسم الأعظم من انتباهه ليس على متابعة قيمة السهم بل على تحليل أرضية العمل وتقييم القائمين على إدارته.

#### القواعد الذهبية للمستثمر المُركّز

- 1- عليك بتركيز استثماراتك في الشركات المُبرّزة ذات الإدارات القوية.
- 2- عليك بوضع حدّ لنفسك لا يتجاوز عدد الشركات التي تستطيع حقاً أن تفهمها، عشر وربما عشرين أمر جيد، وإذا تجاوزتها واجهتك المتاعب.
- 3- خذ أفضل شركاتك على الإطلاق وضع فيها الحجم الأكبر من استثماراتك.
- 4- عليك بالتفكير طويل الأمد: ضع استثماراتك مدة لا تقل عن خمس سنين إلى عشر.
- 5- عليك بالثابرة عندما تتقلب الأسعار.

يمكن اعتبار مذهب بَفت الموصوفة في الفصول السابقة بمنزلة نوع من حزام العُدّة، وكل مذهب بمنزلة أداة تحليل، وتعطينا بالمحصلة طريقة لفرز الشركات التي تتمتع بأفضل فرصة لتحقيق عائدات اقتصادية عالية. يستخدم بَفت حزام عُدّته هذا للعثور على شركات ذات تاريخ طويل من الأداء العالي والإدارات الثابتة، والثبات هنا يعني أنها تتميز باحتمال كبير في الأداء في

مستقبل أيامها كماضيها. ذلك هو جوهر الاستثمار المركّز: تركيز استثماراتك في شركات ذات احتمالية كبيرة في أداء يفوق المعدّل.

### «الزائد أخ الناقص»

تذكّر نصيحة بفت إلى المستثمر الجاهل: هل في البقاء مع صندوق الاستثمار ذي المؤشر خير؟ لكن الأمر الأكثر أهمية بالنسبة إلى أغراضنا هو ماقاله فيما بعد:

«إذا كنت مستثمراً على شيء من المعرفة وقادراً على فهم اقتصاديات العمل وعلى إيجاد خمس شركات إلى عشر ذات أسعار معقولة وتمتلك ميزات منافسة هامة طويلة الأمد، فإن التنوع التقليدي (محافظ استثمارية ذات قاعدة عريضة) أمر لا يعنيك».<sup>4</sup>

ما الخطأ الكامن في التنوع التقليدي؟ إنه أمر واحد: هو أنه يزيد من فرص شرائك أشياء لا تعرفها بالشكل الكافي. لقد تأثر فكر بفت بشدة في هذا المجال بفيليب فيشر Philip Fisher المشهور بالمحافظ الاستثمارية المركزة، والذي لم يستخدم هذا الوصف، ولكنه كان يقول دوماً: إنه يفضل أن يمتلك عدداً صغيراً من أسهم شركات مبرزة يفهمها بشكل جيد على أسهم شركات عديدة متوسطة المستوى ولا يفهم الكثير منها إلا قليلاً.

يفلح المستثمرون «الذين يتمتعون بشيء من المعرفة» حين يطبقون مذاهب بفت في تركيز انتباههم على حفنة من الشركات فقط، فكم تضم هذه الحفنة؟ حتى رؤساء كهنوت علم المالية الحديثة اكتشفوا أن خمس عشرة مجموعة أسهم فقط – وسطياً – تؤمن 85% من التنوع؛<sup>5</sup> أما بالنسبة إلى المستثمر المتوسط فالوضع الشرعي هو عشر شركات إلى عشرين، ذلك أن الاستثمار المركّز يتهاوى عندما يُستخدم في المحافظ الاستثمارية الكبيرة التي تضم العشرات من مجموعات الأسهم.

### «ضع مراهناتك الكبيرة في الوقائع ذات الاحتمالية الكبيرة»

يمكن أن يظهر تأثير فيل فيشر Phil Fisher على بَفِتْ بطريقة أخرى، هي اعتقاده أن المسلك المعقول الأوحَد في مواجهة فرصة قوية هو طرح استثمار ضخم، ويردّد صدى التفكير القائل: «يجب عليك - مع كل استثمار تقوم به - أن تكون شجاعاً وأن تطرح ما لا يقل عن 10% من ثروتك الصافية في استثمار تلك الأسهم»<sup>6</sup>.

يمكنك أن ترى السبب الذي جعل بَفِتْ يقول إن المحفظة الاستثمارية المثالية يجب ألا تضم أكثر من عشر مجموعات من الأسهم إذا كان كل منها يتقاضى عائداً قدره 10%. ومع ذلك فالاستثمار المُركّز ليس بالأمر السهل المتمثل في إيجادك عشر شركات جيدة وتقسيم استثماراتك فيما بينها بالتساوي. ورغم أن جميع مجموعات الأسهم في محفظة استثمارية مُركّزة هي عالية الاحتمالات، ولأبداً من تفاوت الاحتمالات فيما بينها، لكن الاحتمالات الأكثر يجب أن تحظى بالاستثمارات الأكبر.

يفهم لاعبو القمار هذا الأمر بالبديهة: ضع رهاناً كبيراً حيثما تتزايد شدة الاحتمالات في صفك.

لا يمكنني التصدي لخمسين أمراً أو خمسة وسبعين، فهذه طريقة  
سفينة نوح في الاستثمار وتنتج لي حديقة حيوانات. إنني أود أن أضع  
مبالغ كبيرة في حفنة من الأشياء.<sup>7</sup>

وورن بَفِتْ، 1987

لنُعَدّ بتفكيرنا لحظة إلى قرار بَفِتْ بشراء شركة أمريكان إكسبريس American Express المُفصّلة في الفصل الأول إذ استثمر 40% من أصول شركته فيها وحدها عندما هبطت أسعار أسهمها إلى النصف تقريباً

بسبب التهديد بفضيحة. لقد اقتنع أنها صلبة رغم النزاع، وأن سعر سهمها سيعود في نهاية المطاف إلى مستواه المناسب، فأدرك في نفس الوقت فرصة هائلة. ولكن هل كانت الشركة في الحقيقة تساوي نصف أصول شركته تقريباً؟ إنه رهان كبير أثمر بشكل جيد؛ فبعد سنتين باع الأسهم التي ارتفعت أسعارها كثيراً بربح قدره عشرون مليون دولار.

### «تحل بالصبر»

أسلوب الاستثمار المُرَكَّز هو نقيض الأسلوب الذي يعتمد على معدل دوران رأس المال العالي كثير التنوع. ورغم أن الاستثمار المُرَكَّز يتمتع بأحسن الفرص بين جميع الاستراتيجيات الفاعلة للتفوق على أداء عائد المؤشر بمرور الزمن إلا أنه يتطلب من المستثمرين الصبر على الاحتفاظ بمحافظهم الاستثمارية، حتى حينما يبدو أن استراتيجيات أخرى تحقق النجاح.

ما المدة الطويلة الكافية؟ ليس هناك قاعدة صلبة للتحديد كما تعرفون (رغم احتمال قول بفت إن مدة تقل عن خمس سنوات هي ضرب من جنون النظريات). إن معدل دوران رأس المال الصفري (عدم بيع أي شيء) لا يمثل الهدف المنشود، لأن ذلك يمثل الجنون في الطرف المقابل ويمنع أي شخص من الاستفادة من الأفضل في حال وجود فرصة لذلك. وبناءً على الخبرة والممارسة، يجب أن يكون هدفنا تحقيق معدل دوران لرأس المال يتراوح بين 20 و 10%، وهذا يعني استبقاء الأسهم مدة تتراوح بين خمس سنوات وعشر.

### «لا ترتعدن فرائصك بسبب تغييرات الأسعار»

الاستثمار المُرَكَّز يبتغي نتائج تفوق المعدل، وهناك دليل قوي في الأبحاث الأكاديمية وتاريخ العمل الفعلي على بلوغ تلك النتائج. ما من شك مع ذلك في أن الطريق وعرة، لأن تقلبات الأسعار تمثل منتجاً جانبياً لأسلوب الاستثمار المُرَكَّز، غير أن المستثمرين وفق هذا الأسلوب يتسامحون في أمر هذه الوعورة، لأنهم يدركون أن اقتصاديات الشركة الكامنة ستعوّض عليهم في نهاية المطاف بأكثر مما خسروه بسبب أي قلب قصير الأمد في الأسعار.

إن بَفت سيّد من تجاهل هذه الوعورة، وكذلك شريكه تشارلي مُنغر Charlie Munger الذي تبين له - بعد حساب قام به مستخدماً جدول الفائدة المركبة والدروس التي تعلمها من ممارسة لعبة البوكر - أنه يكفي بامتلاك عدد محدود من مجموعات الأسهم لانتجاوز الثلاثة طالما استطاع التغلب على تقلبات الأسعار. «أعرف أن باستطاعتي التغلب نفسياً على الصدمات لأن الذين ربّوني يؤمنون بمعالجتها».<sup>8</sup>

ولعلك من نسل أناس لهم باع طويل في معالجة الصدمات، ولكنك تستطيع التحلي ببعض من صفاتهم حتى لو لم يحالفك الحظ إلى هذه الدرجة، فالأمر بين يديك، ويتوقف على قراراتك بتغيير طريقة تفكيرك وسلوكك.

إن اكتساب عادات وأنماط تفكير جديدة لا يتم بين عشية وضحاها، وعليك أن تتعلم تدريجياً كيف تلجم نفسك عن الرعب والتصرف الأرعن استجابة لنزوة سوقية طائشة، عندما يكون ذلك ضرورياً وقابلاً للتنفيذ.

### بَفت ونظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة

إن إيمان بَفت بأفكار الاستثمار المُركز الجوهرية وضعه في مواجهات مع جهابذة المال الآخرين ومع مجموعة من المفاهيم، تعرّف جميعاً باسم نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة، ولن نتصدى لتوصيفها لأن محور هذا الكتاب يدور حول تفكير بَفت، كما أنه لم يُشارك بصياغتها، ولكنها ستطرق مسامعك من خلال استمرارك في تعلّم الاستثمار، ولذلك فإن تغطية عناصرها الأساس أمر هام، ولسوف نتيح لبَفت الفرصة ليُدلي بدلوه في كل منها.

تربط نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة بين ثلاث أفكار مالية خرج بها علينا ثلاثة عقول قوية: هاري ماركوفيتش Harry Markowitz خريج كلية الاقتصاد في جامعة شيكاغو، وأول من وضع أساساً لحساب العلاقة الكمية بين

العائد والمخاطرة، واستطاع - باستخدام أداة رياضية تدعى التباين\* - أن يقيس الحركة المتضافرة لمجموعة من الأسهم وتحديد الخطورة الكامنة في المحفظة الاستثمارية بأكملها.

توصل ماركوفيتش إلى أن الخطر الاستثماري لا يعني مدى التغييرات التي تطرأ على أسعار سهم معين، بل على مجموعة الأسهم بالاتجاه نفسه. وعندئذ تتوفر فرصة كبيرة لانخفاض جميع الأسهم في الوقت نفسه بفعل التحولات الاقتصادية، ولهذا فإن الضمانة المنطقية الوحيدة - على حد قوله - هي التنوع.

وبعد حوالي عشرة أعوام طلع علينا خريج آخر من جامعة كاليفورنيا في لوس أنجلوس هو بيل شارب Bill Sharpe بعملية رياضية لقياس تقلب الأسعار، وهي تبسيط لأسلوب ماركوفيتش، واسماها نمط تسعير الأصول الرأسمالية.

وهكذا قام أكاديميان في غضون عقد واحد من الزمان بتحديد عنصرين هامين من مقولة سنطلق عليها في وقت لاحق اسم نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة: أولهما ماركوفيتش وفكرته القائلة إن التوازن المناسب بين المردود/المخاطرة يعتمد على التنوع، وثانيهما شارب وتعريفه للمخاطرة، لكن الشاب يوجين فاما Eugene Fama أستاذ علم المالية المساعد في جامعة شيكاغو خرج علينا بالعنصر الثالث: نظرية السوق التي تتسم بالكفاءة.

بدأ فاما بدراسة تغيرات أسعار الأسهم في مطلع ستينيات القرن العشرين، وبما أنه قارئ شره فقد تشرب جميع المؤلفات المكتوبة المتوفرة حينذاك عن سلوكيات سوق الأسهم، وتوصل إلى استحالة التنبؤ بأسعار الأسهم لأن السوق تتسم بكفاءة عالية، حيث يقوم فيها عدد كبير جداً ممن يتمتعون بدرجة عالية متميزة من الذكاء بتطبيق صاعق للمعلومات المتوفرة، يؤدي إلى تعديل الأسعار بصورة لحظية، وقبل أن يتمكن أحد من تحقيق الربح، ذلك أن أسعار الأسهم

\*التباين: مقياس إحصائي لدرجة تحرك متغيرين (قاموس مصطلحات المصارف والمال والاستثمار - تحسين التاجي الفاروقي - مكتبة لبنان ناشرون - الطبعة الثانية 2005)

تعكس في أية لحظة جميع المعلومات المتوفرة حينئذ، وعليه فقد أضحت التنبؤات المستقبلية غير مُجدية في سوق تتسم بالكفاءة لأن أسعار الأسهم تتعدل بسرعة فائقة.

### نظرة بفت إلى المخاطر

إن تقلب سعر السهم في مفهوم نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة يحدد المخاطر، لكن بفت أدرك على الدوام خلال مسيرته المهنية أن انخفاض سعر السهم يُحدث فرصة لكسب المال.

ولذلك فهو يرى أن هذا الانخفاض يقلل في الحقيقة من المخاطر، ويوضح ذلك بقوله: «يُميل أرباب العمل إلى أن تعريف الخطر الذي وضعه أهل العلم بعيد كثيراً عن الواقع حيث يؤدي إلى الكثير من السخافات، ونظن أن أصحاب الأسهم على هذه الشاكلة أيضاً»<sup>9</sup>.

يقدم بفت تعريفاً آخر للخطر: إنه إمكان الضرر، وهو عامل يدخل في قيمة العمل الذاتية، وليس المنحى الذي يتخذه سعر السهم. ينتج الضرر المالي عن الخطأ في الحكم على أرباح العمل المستقبلية مضافاً إليها تأثيرات الضرائب والتضخم التي لا يمكن التنبؤ أو التحكم بها.

يرى بفت أيضاً أن الخطر لا ينفصل مطلقاً عن أفق المستثمر الزمني، فإذا اشترت اليوم سهماً بنية بيعه في الغد فقد دخلت في صفقة مخاطرة؛ كما يقول، واحتمالات التنبؤ بارتفاع الأسعار أو انخفاضها خلال هذه الفترة القصيرة تساوي الاحتمالات الناتجة عن رمي قطعة نقدية معدنية في الهواء، وهنا تكون قد ضيَّعت نصف الوقت.

أما إذا مددت أفقك الزمني - على حدِّ قوله - عدة سنوات (هذا بفرض أنك قد اشترت بصورة عقلانية) وجدت أن الاحتمالات تحولت لصالحك.

## نظرة بفت إلى التنوع

تسيطر نظرة بفت إلى الخطر على استراتيجية التنوع وهنا يناقض تماماً نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة التي ترى أن الربح الأولي للمحفظة كثيرة التنوع يكمن في التخفيف من آثار تقلبات أسعار الأسهم الفردية، أما إذا لم تلتفت إلى تقلبات الأسعار - كما هي حال بفت - نظرت إلى تنوع المحفظة الاستثمارية من زاوية أخرى.

إنه يعلم أن الكثيرين ممن يسمون الجهابذة يقولون إن استراتيجية شركة بيركشير تنطوي على مزيد من المخاطر، ولكنه لايتزحزح عن موقفه: « نعتقد أن سياسة التركيز على المحفظة الاستثمارية قد تقلل إلى حد كبير من المخاطر إذا أدّى (التركيز) إلى رفع وتيرة تفكير المستثمر بالعمل وإلى الراحة التي يجب أن يشعر بها حيال خصائص هذا العمل الاقتصادية قبل الاستثمار فيه، وهذا ما ينبغي أن يحصل». <sup>10</sup> وتستطيع - حين تركز على حفنة مختارة من الشركات - أن تدرسها بشكل أفضل وبدقة أكبر وتدرّك قيمتها الذاتية، فالمخاطر التي تتحملها تقلّ بمقدار زيادة معرفتك بالشركة التي تستثمر فيها.

يشرح بفت ذلك بقوله: «يستخدم التنوع كوسيلة للحماية ضد الجهالة، وعليك أن تمتلك كل شيء إذا أردت أن تتأكد من عدم حدوث أمر سيء معك بشأن السوق، وليس في ذلك أية غضاضة، فهو أسلوب سليم تماماً لشخص لايعرف كيف يحلل الأعمال». <sup>11</sup>

## نظرة بفت إلى نظرية السوق التي تتسم بالكفاءة

تكمن مشكلة بفت مع هذه النظرية في نقطة مركزية هي أنها لاتضع اعتباراً للمستثمرين الذين يحللون جميع المعلومات المتوفرة - وهو ما يطالبهم بفت به على الدوام - كي تتوفر لهم مزايا تنافسية.

ما زالت كليات إدارة الأعمال تطرح هذه النظرية بقُدسية، وهذه حقيقة ترضي بَفِت بلا حدود. «من الطبيعي أن يشكل الضرر اللاحق بالطلاب وأساتذة الاستثمار السُّدج الذين يبتلعون نظرية السوق التي تتسم بالكفاءة خدمة غير عادية لنا ولغيرنا ممن يسировن على نهج غراهام Graham»، على حد قوله الساخر، «ونحن، من منطلق أناني، نود أن نمُنح وظائفَ في الهيئة التدريسية الجامعية لضمان استمرارية تعليم هذه النظرية».<sup>12</sup>



إن نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة توفر حماية بطرق عديدة للمستثمرين الذين يتمتعون بمحدودية في معرفة وفهم كيفية تقييم العمل، ولكن تلك الحماية تتطلب ثمناً، ويرى بَفِت أن «نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة تأخذ بيدك إلى أن تكون مستثمراً وسطاً، ولكنني أظن أن بإمكان أي شخص في سنته الدراسية الخامسة أن يتبين كيف يحقق ذلك».<sup>13</sup>

### المستثمرون النجوم في رحاب بَفِت

يَعُدُّ العالم أن كتاب تحليل الأوراق المالية *Security Analysis* - أحد أعظم كتب الاستثمار الذي وضعه بنيامين غراهام Benjamin Graham وديفيد دود David Dodd في ذروة فترة الكساد الكبير عام 1934 - بمنزلة الكتاب المأثور، وما زال يُطَبَّع بعد خمسة إصدارات وخمس وستين سنة، ويستحيل تجاوز تأثيراته على العالم الاستثماري الحديث.

وبعد مرور خمسين سنة على طبعة هذا السُّفر الجليل الأولى، وتخليداً لذكرها أقامت كلية إدارة الأعمال في جامعة كولومبيا حلقة تعليمية تحت رعايتها، وخاطب خلالها وورن بَفِت الحضور - بصفته أحد أشهر خريجي تلك الكلية ومن مشاهير المؤيدين لأسلوب غراهام الذي يتناول الأوراق المالية التي

تباع بأقل من قيمتها الحقيقية في العصر الحديث - بكلمة تحت عنوان: «المستثمرون النجوم في رحاب غراهام و دود»؛ فأضحت شهيرة مأثورة مثل الكتاب الذي تحتفي به».<sup>14</sup>

بدأ بفت بتلخيص جوهر نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة فتحدث عن الكفاءة التي تتسم بها سوق الأسهم، وبين أن تسعير الأسهم يتم بشكل صحيح، وأن كل فرد يتمكن لهذه الأسباب من التفوق على السوق سنة بعد سنة يُعدُّ شخصاً محظوظاً. ربما كان ذلك صحيحاً، على حد قوله، لكنني أعرف أشخاصاً فعلوا ذلك، ولا يمكن أن يفسر نجاحهم بأنه مجرد فرصة عشوائية.

ثم انتقل إلى طرح الأدلة، وتناولت جميع الأمثلة التي قدمها أشخاصاً نجحوا في التفوق على السوق بثبات متوالٍ مع تقلب الأيام ليس لمجرد الحظ فقط بل لأنهم اتبعوا مبادئ تعلموها من المصدر نفسه: بن غراهام، وهم جميعاً يركنون في «القرية الفكرية» في رحاب غراهام و دود، على حد قوله.

وبعد عقدين تقريباً رأيتُ أن من المفيد أن ألقى نظرة محدثة على حفنة من الأشخاص الذين يجسّدون الأسلوب الذي عرفه غراهام ويشاطرون بفت أيضاً في اعتقاده بقيمة المحفظة الاستثمارية المركّزة التي تضم عدداً قليلاً من مجموعات الأسهم: تشارلي مُنغر Charlie Munger و بيل رُوين Bill Ruane و لو سيمبسون Lou Simpson و بفت نفسه بطبيعة الحال، وقد عدّتهم تلك النظرة من المستثمرين النجوم في رحاب بفت، حيث إن هناك الكثير مما نستطيع أن نتعلمه من خلال الاطلاع على سجل أدائهم.

### تشارلي مُنغر Charlie Munger

رغم أن أداء شركة بيركشير هاثاوية مرتبط في العادة برئيس مجلس إدارتها، إلا أنه يتوجب علينا ألا ننسى أبداً نائبه: المستثمر البارز تشارلي مُنغر، الذي يدرك مدى فكره الثاقب المساهمون الذين يحضرون اجتماع بيركشير السنوي أو يقرؤون أفكاره في مجلة آوتستاندينغ إنفيستر دايجيسـت *Outstanding Investor Digest*.

الجدول 10-1: شركة تشارلي مُنغ  
معدل التغير السنوي

| السنة            | نسبة الملكية<br>من كامل الشركة % | مؤشر داو جونز لأسعار أسهم<br>الشركات الصناعية % |
|------------------|----------------------------------|-------------------------------------------------|
| 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                                            |
| 14973            | 31.9-                            | 13.1-                                           |
| 1974             | 31.5-                            | 23.1                                            |
| 1975             | 73.2                             | 44.4                                            |
| العائد الوسطي    | 24.3                             | 6.4                                             |
| الانحراف النظامي | 33.0                             | 18.5                                            |
| الحد الأدنى      | 31.9-                            | 23.1-                                           |
| الحد الأعلى      | 73.2                             | 44.4                                            |

يقول عنه بفت: «صادفته عام 1960 تقريباً وأخبرته أن مجال المحاماة جيدٌ له، ولكنه يستطيع أن يحقق شيئاً أفضل».<sup>15</sup> ولعلكم تذكرون أن أزهار منغر كانت حينذاك تتفتح على ممارسة المحاماة في لوس أنجلوس وأنه حوّل طاقاته بصورة تدريجية إلى شركة استثمار جديدة تحمل اسمه، فتحققت من خلالها نتائج مواهبه المبيّنة في الجدول رقم (10-1) .

«تركّزت محفظته الاستثمارية في عدد محدود من الأوراق المالية، ولذلك اشتمل سجله على أسعار أكثر تقلباً» على حدّ شرح بفت، «لكنها قامت على نفس أسلوب الخصم من قيمة الأوراق المالية المَعْنِيَّة». إتبع تشارلي في اتخاذ القرارات الاستثمارية الخاصة بشركته نهج غراهام فلم يبحث إلا عن الشركات التي كانت تباع بأقل من قيمتها الذاتية. «لقد رغب في تسلق القمم العالية وخوض الأودية في أدائه، وتميز بنفسية تتجه نحو التركيز».<sup>16</sup>

لاحظوا أن بفت لم يستخدم كلمة خطر في وصف أداء تشارلي، ذلك أن استعمال تعريف الخطر التقليدي (تقلب الأسعار) يضطرنّا إلى القول إن شركة تشارلي خلال حياتها البالغة ثلاث عشرة سنة تعرضت لمخاطر شديدة وتميزت بانحراف معياري بلغ ضعفي انحراف السوق، لكن التفوق على عائد السوق السنوي بمقدار 18 نقطة خلال هذه السنوات لم يكن نتيجة عمل رجل مخاطر بل مستثمر حصيف.

### بيل رُوين Bill Ruane

قابل بفت بيل رُوين عام 1951 حين كان الرجلان يحضّران معاً دروس بن غراهام في جامعة كولومبيا حول تحليل الأوراق المالية، وبقيّا على تواصل. أعجب بفت بأداء رُوين الاستثماري على مرّ السنين، وعندما أغلق شركته الاستثمارية عام 1969 سأل رُوين عن رغبته في العمل بصناديق استثمارية تعود لبعض شركائه فكانت بذلك الانطلاقة الأولى لصندوق سيكويا Sequoia Fund الاستثماري.

كان من الصعب في ذلك الحين إنشاء صندوق استثمار مشترك، فسوق الأسهم تجتاز مرحلة انقسام إلى سوق ذات طبقتين، ومعظم رؤوس الأموال الهاربة تتجه نحو الخمسين الرائعات كما تسمى (الشركات ذات الاسماء الكبيرة مثل أي بي إم IBM و زيروكس Xerox) مُخلفة بعيداً وراءها أسهم «القيمة التي تقل عن حقيقتها»س، لكن رُوين لم يجزع. وبعد فترة عُلّق بَقْتِ على ذلك بقوله: «يسعدني أن أقول إن عدداً يثير الدهشة من شركائي لم يحافظوا على علاقتهم به فحسب، بل أضافوا أموالاً إلى أموالهم أيضاً وحققوا نتائج سعيدة.»<sup>17</sup>

احتل صندوق سيكوي الاستثماري موضع الريادة بحق، فهو أول صندوق استثمار مشترك يُدار وفق مبادئ الاستثمار المُركّز، وسجله في مجال أسهمه المطروحة للتداول يُبيّن بوضوح أن بيل رُوين وشريكه ريك كُنِيف Rick Cuniff في شركة رُوين وكُنِيف وشركاهم Ruane, Cuniff & Company أنجزا محفظة استثمارية مُحكّمة التركيز، وحققت معدلاً منخفضاً لدوران رأس المال، حيث تركّز في المتوسط أكثر من 90% من أمواله في عدد من الشركات يتراوح بين ست و عشر، وحتى في هذه الحالة فإن تنوُّع المحفظة الاستثمارية الاقتصادي كان وسيظل واسعاً.

تتفرد وجهة نظر بيل رُوين بين مديري المال في عدد من السبل، ذلك أن معظمهم ينطلقون بشكل عام من رأي متأصل لديهم حول إدارة المحفظة الاستثمارية ثم يملأونها بمختلف الأسهم، أما الشركاء في شركة رُوين وكُنِيف وشركاهم فينطلقون من فكرة انتقاء أفضل الأسهم الممكنة، ثم ترك المحفظة لتزدهر على هذا الإنتقاء.

يتطلب انتقاء أفضل الأسهم الممكنة بالطبع مستوى عالياً من البحث، وهنا تتفرد شركة رُوين وكُنِيف وشركاهم أيضاً عن غيرها من الشركات العاملة في هذه الصناعة، فهي تتحاشى تقارير وول ستريت المحشوة بآراء السماسرة وتعتمد

بدلاً عنها على تحرياتها الذاتية الشاملة. «لأنهتم كثيراً في شركتنا بالألقاب»، كما قال رُوين ذات مرة، «وعندما نهتم بذلك فإن بطاقتي سيُكتب عليها: بيل رُوين - محللٌ باحث...»<sup>18</sup>

إلى أي مدى خدم هذا الأسلوب المتفرد مساهمي الشركة؟ يبين الجدول رقم (10-2) ملخصاً لأداء شركة صندوق سيكويلا الاستثماري بين عامي 1971 و2003، حيث حقق في هذه الفترة عائدات سنوية بلغ مُعدلها 18% مقارنة بمعدل 12,9% على مؤشر ستاندرد أند بورز 500 .

### لو سيمبسون Lou Simpson

حين بدأ وورن بفت عملية الاستحواذ على شركة التأمين على مستخدمي الحكومة GEICO في أواخر سبعينيات القرن العشرين، حقق في وقت قريب منه استحواذاً آخر اسمه لو سيمبسون، وكانت له فائدة مباشرة على الوضع المالي لشركة التأمين.

اشتغل سيمبسون - الحائز على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية من جامعة برينستون Princeton - لدى كل من شركتي شتاين رو أند فارهام Stein Roe & Farnham و ويستيرن أسيت مَنجَمِنْت Western Asset Management قبل أن يُغريه بفت بالعمل في شركة التأمين على مستخدمي الحكومة GEICO عام ١٩٧٩، وهو اليوم المدير التنفيذي للعمليات الرأسمالية فيها. يستذكر بفت أن (لُو) تميّز في المقابلة الوظيفية الأولى «بحساسية الاستثمار المثالية»،<sup>19</sup> وبأنه المفكر المستقل الوثاق بأبحاثه «والذي لا يستمتع بالعمل مع الجمهور أو ضده»، كما أضاف.

تجاهل سيمبسون بوصفه قارئاً شرهاً أبحاث وول ستريت Wall Street وتبحّر بدلاً من ذلك في التقارير السنوية، وسار على خطى بفت في عملية انتقائه للأسهم العادية، فلم يشتر سوى الأعمال عالية المردود التي تدار من قبل إدارة مقتدرة وتتوفر بأسعار معقولة. كذلك تميّز بشيء آخر مشترك مع بفت، هو

الجدول رقم 10-2: شركة صندوق سيكويلا الاستثمارية  
معدل التغير السنوي

| السنة            | صندوق سيكويلا | مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ |
|------------------|---------------|---------------------------|
| 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          | 16.5                      |
| 1989             | 27.9          | 31.6                      |
| 1990             | 3.8-          | 3.1-                      |
| 1991             | 40.0          | 30.33                     |
| 1992             | 9.4           | 7.6                       |
| 1993             | 10.8          | 10.0                      |
| 1994             | 3.3           | 1.4                       |
| 1995             | 41.4          | 37.5                      |
| 1996             | 21.77         | 22.9                      |
| 1997             | 42.3          | 33.4                      |
| 1998             | 35.3          | 28.6                      |
| 1999             | 16.5-         | 21.0                      |
| 2000             | 20.1          | 9.1-                      |
| 2001             | 10.5          | 11.9-                     |
| 2002             | 2.6-          | 22.1-                     |
| 2003             | 17.1          | 28.7                      |
| العائد الوسطي    | 18.0          | 12.9                      |
| الانحراف النظامي | 20.2          | 17.7                      |
| الحد الأدنى      | 24.0-         | 26.4                      |
| الحد الأعلى      | 72.3          | 37.5                      |

أنه يركز محفظته الاستثمارية على حصة من الأسهم، فكانت محفظة شركة التأمين على مستخدمى الحكومة الاستثمارية التي تساوي مليار دولار تضم أقل من عشر مجموعات من الأسهم.

حققت هذه المحفظة الاستثمارية بين عامي 1980 و 1996 عائداً سنوياً بلغ معدله 24,7% مقارنة بعائد السوق البالغ 17,8% (انظر الجدول رقم 10-3). وفي هذا يقول بفت: «هذه ليست مجرد أرقام مرعبة فقط، بل إنها تحققت بالطريقة الصحيحة، وهذا أمر هام أيضاً. لقد ثابر لو بثبات على الاستثمار في أسهم عادية مخفضة القيمة ولا يُحتمل أن تسبب المجموعات الفردية منها خسارة دائمة، كما أنها خالية في مجموعها تقريباً من المخاطر».<sup>20</sup>

ومن الجدير بالملاحظة أن استراتيجية التركيز تعني أحياناً تحمُّل عدد من السنين العجاف، وحتى المستثمرين النجوم واجهوا فترات من تدني الأداء قصير الأجل وذلك بصرف النظر عن شهرتهم بالمهارة الفائقة والنجاح المتألق. ويتبين من خلال النظر في (الجدول رقم 10-4) أنهم ناضلوا للخروج من فترات عصيبة.

ماذا تتوقع أن يحدث لكل من مُنغر وسيمبسون وروين لو كانوا مديرين مبتدئين باشرؤا عملهم اليوم في بيئة، لاترى سوى القيمة المتوفرة من خلال الأداء سنة واحدة، أو حتى الربعي؟ ربما توقعوا وتسببوا بخسارة كبيرة لزيائئهم.

### تحقيق التغيير في محفظتك الاستثمارية

إياك أن تتجرَّ إلى التفكير بأنك معذور في التخلي عن تحمل مسؤولية التدقيق لمجرد أن المحفظة الاستثمارية المُركَّزة قد تخلفت عن ركب سوق الأوراق المالية على أساس السعر بين آونة وأخرى. يجب على المستثمر المُركَّز، والحالة هذه، ألا يصبح ضحية نزوات هذه السوق بل عليك عزيزي القارئ أن تعرف بدقة وعلى الدوام جميع التقلبات الاقتصادية الخاصة بالشركات التي تضمها محفظتك الاستثمارية، وسوف يأتي يوم يكون الأمر الصحيح فيه هو أن تشتري شيئاً وتبيع آخر.

الجدول 10- 3 لوسيمبسون، جيكو  
معدل التغير السنوي

| السنة            | حقوق مساهمي شركة جيكو<br>% GEICO | مؤشر ستاندرد أند بورز<br>500 (%) |
|------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| 1980             | 23.7                             | 32.33                            |
| 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-                            | 5.1                              |
| 1988             | 30.00                            | 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                             | 37.6                             |
| العائد الوسطي    | 24.7                             | 17.8                             |
| الانحراف النظامي | 19.5                             | 14.3                             |
| الحد الأدنى      | 10.0-                            | 5.0-                             |
| الحد الأعلى      | 57.1                             | 37.6                             |

### قرار الشراء: قاعدة إرشادية سهلة

حينما يدرس بفت إضافة استثمار ينظر بداية لما يمتلكه بشكل دائم ليرى ما إذا كان الشراء الجديد أفضل مما بين يديه. «ما يقوله بفت مفيد جداً من الناحية العملية لأي مستثمر»، كما يؤكد تشارلي مُنغر، «أما بالنسبة إلى أي شخص عادي فأفضل شيء في حوزتك هو الذي يجب أن يكون المعيار الذي تستخدمه».

الأمر الذي يحدث بعدئذ هو أحد الأسرار الحساسة الذي يُصرّف النظر عنه في معظم الأحيان، ويتعلق بزيادة قيمة محفظتك الاستثمارية. «إذا كان الشيء الجديد الذي تدرس أمر شرائه لايفضل على شيء تعرف أنه متوفر بين يديك فهو لايلبي أدنى شروطك، وبهذا تستبعد 99% مما تراه»،<sup>21</sup> كما يقول تشارلي.

### قرار البيع: سببان جيدان للتحرك البطيء

الاستثمار المُركّز هو بالضرورة سبيل طويلة الأمد إلى الاستثمار، ولو كان لنا أن نسأل بفت عن فترة التملك التي يعدها مثالية لأجابنا: «إلى الأبد»؛ طالما استمرت الشركة في توليد اقتصاديات تفوق المعدل وقامت الإدارة بتخصيص أرباح الشركة بطريقة عقلانية. «الخمول يبهرننا وكأنه سلوك ذكي»، كما يشرح.<sup>22</sup>

إذا كنت تملك شركة مبتذلة احتجت إلى دوران رأس المال، وإلا فإن مصيرك أن تملك اقتصاديات عمل متدني المعدل مدة طويلة، أما إذا امتلكت شركة ممتازة فإن بيعها هو آخر ما تود أن تفعله.

### الجدول 10-4 المستثمرون النجوم في رحاب بفت

| عدد سنوات الأداء | عدد سنوات الأداء المتدني | عدد سنوات الأداء المتوالية | نسبة سنوات الأداء المتدني مقارنة بإجمالي السنوات |
|------------------|--------------------------|----------------------------|--------------------------------------------------|
| مونغر            | 14                       | 5                          | 36                                               |
| روين             | 29                       | 11                         | 37                                               |
| سيمبسون          | 17                       | 4                          | 24                                               |

قد يبدو هذا المدخل الخامل إلى إدارة المحفظة الاستثمارية شاذاً عن المؤلف في نظر الدؤوبين على شراء وبيع الأسهم على أسس منتظمة، لكنه ينطوي على فائدتين اقتصاديتين، بالإضافة إلى تنمية رأس المال بنسبة تفوق المعدل:

1 - إنه يفلح في تخفيض كلفة العملية: وهو أحد مبادئ الحصافة الذي نغض الطرف عنه لأنه شديد الوضوح. ففي كل مرة تشتري أو تبيع تتحمل تكاليف السمسرة، فتقلل بذلك من عوائدك.

2 - إنه يزيد من عوائد ما بعد الضريبة: عندما تبيع سهماً بربح ما تحتل ضرائب بسبب الأرباح الراسمالية، وهذه تأكل من أرباحك، والحل هو أن تتخلى عن الربح، فإذا تركته في مكانه (وهذا ما يُشار إليه بتعبير الريح غير المتحقق) تراكبت أموالك بقوة أكبر، والنتيجة هي أن المستثمرين لم يقدروا القيمة الهائلة لهذا الربح غير المتحقق بشكل صحيح؛ وهذا ما يُسميه بـ «قرض بلا فائدة من خزينة الدولة».

يطلب بـ «إلينا» توضيحاً لفكرته - أن نتصور ما يحدث عندما تبيع استثماراً بدولار واحد يتضاعف سنوياً، فإذا بعته في نهاية السنة الأولى بلغت أرباحك الصافية 0,66 دولاراً (وذلك على فرض أنك خاضع لضريبة 34%)، ثم تعيد استثمار مبلغ (1,66 دولاراً) فيتضاعف عند حلول نهاية السنة، وإذا استمر هذا الاستثمار بالمضاعفة سنوياً وتابعت بيعه ودفع الضريبة واستثمار العائدات، حصلت في نهاية السنة العشرين على ربح صاف قدره 25,200 دولار بعد تسديد الضرائب البالغة 13,000 دولار. أما إذا اشتريت في المقابل استثماراً بدولار واحد يتضاعف سنوياً ولم تبعه قط حتى نهاية السنة العشرين ربحت 692,000 دولار بعد تسديد الضرائب البالغة 356,000 دولار تقريباً.

إن أحسن استراتيجية لتحقيق أعلى العائدات بعد الضرائب هي المحافظة على معدل دوران رأس مال محفظتك الاستثمارية في مجال يتراوح بين الصفر والعشرين بالمئة، وهناك استراتيجيتان تفلحان في ميدان المعدل المنخفض لدوران

رأس المال، أو لهما أن تلتزم بصندوق استثمار مشترك مرتبط بمؤشر، وهذا بالتعريف يمثل معدلاً منخفضاً، أما الذين يفضلون طريقة للاستثمار أكثر نشاطاً فعليهم اللجوء إلى الاستراتيجية الثانية؛ أي المحفظة الاستثمارية المركزة.

### تحديات الاستثمار المركّز

إن هدفي حتى الآن هو أن أضع بين يديك الطرح الذي استخدمه بفت بنجاح كبير لاتباع سبيل الاستثمار المركّز، ولن تكون خدمتي لك كاملة إذا لم أوضح لك أن هناك نتيجة حتمية لهذا الأسلوب وهي تقلبات الأسعار العالية. حينما يتم تركيز محفظتك الاستثمارية على حفنة من الشركات يكون تغير الأسعار في أي منها أكثر وضوحاً وأشمل تأثيراً على المحفظة.

القدرة على مقاومة تقلبات الأسعار دون تخمين غير ضروري أمر حتمي لراحة بالك وتحقيق نجاحك المالي في نهاية المطاف، والتلاؤم معها هو مسألة إدراك الآثار الجانبية العاطفية للاستثمار التي سنتناولها في الفصل الحادي عشر.

المسائل المتعلقة بالمال أمور تشتمل على أكبر قدر من العاطفة، وهذا أمر لن يتغير أبداً. ولكنك في ذات الوقت لست بحاجة إلى أن تكون في كل حين تحت رحمة هذه العواطف لدرجة تعوق العمل العقلاني. المفتاح هو المحافظة على عواطفك ضمن المنظور المناسب وهو أمر سهل جداً إذا فهِمت شيئاً عن علم النفس الأساس المتعلق بهذا الشأن.

### تحديات النجاح

إن التحدي الذي يواجهه وورن بفت لا يكمن في علم النفس، فهو يفهم الجانب العاطفي للاستثمار بشكل جيد كأي شخص آخر بل وأفضل من كثيرين، لكنه يكمن في المحافظة على مستوى العائدات التي يتوقعها الآخرون منه. ويدخل في هذا الأمر عاملان؛ الأول هو أنه لم يجد في السنوات الأخيرة العديد من الأسهم

التي تلبي معاييرها الخاصة بالأسعار، وهذه مشكلة السوق. أما الثاني فهو أنك عندما تدير شركة بمئة مليار دولار فإن التحرك قيد أنملة يتطلب مستوى هاماً من العائد الاقتصادي، وهذه مشكلة الحجم.

يشرح بفت هذا الأمر كما يلي: « قبل بضع سنين كانت تدهشنا فكرة تعادل عشرة ملايين دولار وتصنع لنا الأعاجيب، أما اليوم فإن مجموعة من عشرة أفكار مماثلة وثلاثة أضعاف قيمة كل فكرة لن تزيد من قيمة شركة بيركشير إلا بمقدار ربع الواحد بالمئة، ونحن بحاجة إلى مليارات كي نتمكن اليوم من تحقيق مرابح ذات مغزى، وليس من السهل إيجاد مثل هذه المبالغ».<sup>23</sup> كان هذا الكلام عام 2002، وقد استمرت قيمة شركة بيركشير الصافية في النمو منذ ذلك الحين، ومن المفروض أن تزداد عملية إيجاد هذه «المليارات» صعوبة في هذه الأيام.

الخبر الطيب لمعظم المستثمرين هو أن بمقدورهم إبعاد أساليبهم التي تناسب المليارات، والخبر الطيب الآخر هو أن الأمور الجوهرية الخاصة بالاستثمار المركز ما زالت قيد التطبيق بصرف النظر عما في جيوبهم، فليس المهم مقدار المال الذي تتعامل به، بل حاجتك إلى أن تفعل مثل بفت: ضع مراهناتك الكبيرة في الوقائع ذات الاحتمالية الكبيرة.

