

الخاتمة

إدارة الأموال على طريقة وورن بفت

ذات يوم صيفي حار ورطب من صيف عام 1984 باشرتُ بمدينة بلتيمور Baltimore بإدارة الأموال في شركة ليغ ميسون Legg Mason، وكنا أربعة عشر سمساراً حديثي العهد دلفنا إلى غرفة اجتماعات مشرّعة نوافذها للبدء بتدريباتنا. تسلم كل منا في مقعده نسخة من (كتاب لم يطرق مسامعي من قبل) هو المستثمر الذكي *The Intelligent Investor* لبنيامين غراهام Benjamin Graham مع نسخة مصورة عن التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاوية Berkshire Hathaway لعام 1983 (التي لم أسمع بها في أيامي الخالية) كتبه وورن بفت Warren Buffett (وما سمعت به فيما سبق).

اشتمل اليوم الدراسي الأول على تقديمنا إلى أشخاص الإدارة العليا وترحيبهم بنا، وإلى عدد من أنجح سماسرة الشركة الذين توالى أحدهم بعد الآخر في التفاخر بشروح عن أن فلسفة شركة ليغ ميسون الاستثمارية تقوم على قاعدة أقل المخاطر المحتملة، وقرأ كل منهم فصلاً من كتابه *المستثمر الذكي المقدس* الذي ضمّه بين يديه، وقالوا: عليكم بشراء الأسهم التي تكون نسبة سعر السهم مقسومة على الربح الصافي السنوي فيها منخفضة، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية منخفضة أيضاً، وأرباح السهم عالية، وألا تعيروا انتباهكم إلى عدد مرات دوران سوق الأوراق المالية اليومية، لأن زعيق غنائها سيقودكم بالتأكيد إلى الاتجاه الخاطئ، على حد قولهم، وأضافوا: عليكم أن تعملوا في الاتجاه المعاكس فتشتروا الأسهم التي انخفضت أسعارها، وقلّ راغبها، كي تتمكنوا بعدئذ من بيعها بأسعار عالية عندما تصبح مرغوبة.

كانت الرسالة التي وصلتنا خلال اليوم الأول متناغمة ومنطقية، ثم أمضينا فترة مابعد الظهر في تحليل تقارير بحثية عن شركة فاليو لاين Value Line، وتعلمنا التمييز بين الأسهم التي انخفضت أسعارها فبَدَت رخيصة والتي ارتفع سعرها وِبَدَت غالية. عندما حلت نهاية حلقتنا التدريبية الأولى ساورنا الظنُّ جميعاً أننا امتلنا كأس الاستثمار المقدسة. وبينما كنا نتأهَّب للخروج بمقتنياتنا ذكَّرتنا مدربتنا أن نسطح ب تقرير شركة بيركشير هاثاويه ونقرأه قبل دروس الغد، وقالت: «كان وورن بفت - لعلمكم - أشهر طلاب بنيامين غراهام.»

عدت إلى غرفتي في الفندق لقضاء الليل فلأزمني الإرهاق وأعيَت عينيَّ الغشاوةُ وأنهكني التعبُ، وغاص رأسي في الميزانيات وبيانات الدخل والنسب المحاسبية. والحقُّ أقول إن آخر ما ودَدْتُ فعله هو قضاء ساعة أخرى أو نحوها في قراءة التقرير السنوي. صدقوني أنه لو اخترق جمجمتي أمر آخر من توافه الاستثمار لانفجرت، لكن يدي تتأقلت متردة نحو تقرير شركة بيركشير هاثاويه السنوي.

بدأ بفت بتحية: إلى مساهمي شركة بيركشير هاثاويه المحدودة، ثم لخص مبادئ عمل الشركة الرئيسة: «إن هدفنا الاقتصادي على المدى الطويل هو زيادة معدل الأرباح السنوية إلى الحد الأقصى على أساس قيمة السهم الذاتية، ونفضل أن نحققه من خلال امتلاك مجموعة متنوعة من الأعمال التي تولد نقداً وتُشابر على ربح عائدات على رأس المال تفوق المعدلات.» ثم وعدهم: «سنكون صريحين في تقاريرنا المرفوعة إليكم، فالتأكيد على الأرقام الإيجابية والسلبية هام في تقدير قيمة العمل، ومنهجنا هو أن نخبركم بحقائق الأعمال التي نريد أن نعرفها لو تبادلنا الأمكنة معكم.»

لخصت الصفحات الأربع عشرة التالية مقتنيات شركة بيركشير الرئيسة التي اشتملت على سوق نبراسكا لبيع المفروشات Nebraska Furniture Mart، وصحيفة بافالو إيفنينغ نيوز Buffalo Evening News، ومحلات سيزر

للسكاكر See's Candy Shops، وشركة التأمين على مستخدمي الحكومة Government Employees Insurance Company، والتزم بكلمته إذ راح يسرد عليّ كل ما أردتُ معرفته عن شؤون الأعمال الاقتصادية، وأفاض، فأدرج الأسهم العادية في محفظة بيركشير الاستثمارية التأمينية التي ضمت أفيليتد بيليكنشنز Affiliated Publications وجرنال فودس General Foods وأوجيلفي أند ماذر Ogilvy & Mather وآر. دجيه. رينولدس إيندستريز R.J. Reynolds Industries وصحيفة واشنطن بوست. ولقد أدهشني تنقله السلس المتكرر بين وصف الأسهم في المحفظة الاستثمارية وخصائص العمل بمقتنيات بيركشير الرئيسة، كما لو أن تحليل الأسهم والأعمال وجهان لعملة واحدة.

حقاً لقد أمضيت كامل اليوم في الصف، أحلل الأسهم التي علمتُ أنها حصص جزئية مملوكة في الأعمال، وعجزت عن إنجاز هذه الوصلة التحليلية الهامة. حينما درست تقرير شركة فاليو لاين Value Line رأيت أرقاماً حسابية ونسباً مالية، أما في تقرير بيركشير هاثاوييه، فوجدت أعمالاً ذات منتجات وزبائن، وشؤوناً اقتصادية وأرباحاً نقدية. رأيت منافسين ونفقات رأسمالية، وربما توجّب أن أرى كل ذلك عندما حللت تقارير شركة فاليو لاين لكنها - ومهما كانت الأسباب - لم ترجع الصدى بالطريقة نفسها. ومضيت أقرأ تقرير بيركشير فبدأ عالم الاستثمار يتفتح أمامي؛ وقد كان غامضاً إلى حد ما، وفي تلك الليلة كشف وورن بفت عن طبيعة الاستثمار الباطنة في لحظة إشراق واحدة.

كانت تتفجر في داخلي مع إشراق الصباح عاطفة استثمارية حديثة العهد، وعندما انتهت دروس التدريب رأيتني أعود مسرعاً إلى فيلادلفيا Philadelphia وليس لي سوى هدف واحد: سوف أستثمر أموال زبائني بطريقة وورن بفت.

أدركت حاجتي إلى معرفة المزيد، فبدأت أستجمع تصنيفاً لأرضية معلوماتية بدأ بكل تقارير شركة بيركشير هاثاوية السنوية السابقة، ثم طلبت نسخاً عن التقارير السنوية لجميع الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، والتي استثمرتُ فيها، وكل مقال عثرتُ عليه في الصحف والمجلات حول وورن بفتُ أصبح من مقتنياتي.

تابعت سبيلي حينما استكملت تصنيفي الذي استطعت الحصول عليه، وكنت أهدف إلى أن أصبح خبيراً بوورن بفت، ثم أقتاسم هذه الرؤى المُلهمة مع زبائني. وعلى مر السنين التاليات أنشأتُ عملاً استثمارياً محترماً، وحققت لزبائني نجاحاً زاد عن الفشل وذلك باتباعي تعليمات بفت ومُنتقيات أسهمه، وسلك معظمهم أسلوبه في التفكير بالأسهم لأنها تُعد من الناحية الذهنية عملاً وحاولوا شراء أفضل الأعمال بأسعار محسومة. أما الزبائن القليلون الذين لم يلتزموا فقد تركوا الساحة، ليس لأن أسلوب بفت لم يكن سليماً بل لأن معاكسة التيار شكلت لهم تحدياً عاطفياً كبيراً. لكن بعضهم تركها لأنهم لم يصبروا حتى يقطفوا ثمرة العملية وتعجلوا ممارسة النشاط، فأخرجهم عن السبيل استعجالهم للأمر، وأية أمور! عود على بدء، فإني لاأظن أنني عاملت أحداً خالف بصورة علنية منطلق أسلوب بفت الاستثماري، ومع ذلك فقد تعدد الذين لم يستطيعوا إدراك علم النفس على الوجه الصحيح.

تابعت على الدوام تجميع المُعطيات عن بفت؛ كل التقارير السنوية والمقالات الصحفية والمقابلات وجميع ما يتعلق به وبشركة بيركشير هاثاوية، وقرأتها وحللتها ثم صنفتها، فأنا الطفل الذي يتبع لاعب الكرة، وبفت بطلي الذي أحاول كل يوم أن ألوح بمضرب الكرة كما يلوح.

زاد دافعي وتحركي قوة على مر السنين كي أصبح مديراً لمحافظ الاستثمار بدوام كامل. كان سمسارة الاستثمار يتقاضون حينذاك أتعابهم على أساس مبيعاتهم ومشترياتهم، ومعظمها وفق نظام العمولة. كنت - بوصفي سمساراً -

أنجز طرف «الشراء» من المعادلة بشكل صحيح، لكن تأكيد بفت على اقتناء الأسهم مدة طويلة جعل طرفها الخاص «بالبيع» أصعب. واليوم تسمح معظم شركات الخدمات المالية لسماسة الاستثمار والمشاورين الماليين بإدارة أموال زبائنهم مقابل أجر وليس عمولة، وهذا في حال رغبتهم، وقد قابلت مؤخراً عدداً من مديري المحافظ الاستثمارية الذين يتقاضون أتعابهم دون النظر إلى ما يقومون به من عمليات شراء أو بيع، وإنني لأرى أن ذلك يشكل الجو المثالي لتطبيق تعليمات بفت.

حصلت في البداية خبرة بإدارة المحافظ الاستثمارية في قسم من مصرف استثماري محلي بفيلادفيا، ثم أنجزت اعتمادي الإلزامي محللاً مالياً مجازاً، والتحقت بعدها بشركة استشارات استثمارية، وعملت فيها بإدارة محافظ الزبائن الاستثمارية بهدف مساعدتهم على تحقيق نسبة من العائدات المعقولة ضمن مستوى معقول من المخاطر. وقد حقق معظمهم أهدافهم المالية، وهم اليوم يريدون المحافظة على ثروتهم، ولهذا فإن معظم المحافظ الاستثمارية في شركتنا متوازنة في الوقت الراهن بين الأسهم والسندات.

بدأت في هذه المرحلة بكتابة أفكاري عن بفت كي أشاطر زبائني حكمة أسلوبه الاستثماري، فقد ظل بعد كل شيء يستثمر أربعين سنة وأقام صرحاً رائعاً في هذه السبيل، وتعلمت كيف ينجز ذلك دونما ضرر، ثم أضحت هذه الوريقات بعد تجميعها في نهاية المطاف أساساً لكتاب الاستثمار على طريقة وورن بفت *The Warren Buffett Way*.

قام قرار إنشاء صندوق استثمار مشترك في الأسهم على أساس المبادئ الموصوفة في كتاب الاستثمار على طريقة وورن بفت من ناحيتين، الأولى أن شركتنا التي تقدم استشارات استثمارية بحاجة إلى أداة لإدارة هذه الحسابات التي لم تكن على درجة من الاتساع، حيث تؤمن إنشاء محفظة استثمارية مستقلة، والثانية أنني أردت أن أنشئ سجلاً لأدائي الانتقائي يقوم على تعليمات

هذا الكتاب، وأبيّن أن الأمور التي علّمها بفت وكتبتها كفيلة في حال اتباعها بتمكين المستثمر من توليد عائدات تتفوق على السوق، ودليل ذلك يكمن في الأداء.

أنشئ الصندوق الجديد في السابع عشر من نيسان / أبريل عام 1995، وأحسست أننا في موقف عظيم يمكننا من مساعدة زبائننا على تحقيق نتائج تفوق المعدلات من خلال تسلحنا بالمعرفة التي حصلنا عليها من دراسة وورن بفت عشر سنوات ونيفاً مترافقة بالخبرة في إدارة المحافظ الاستثمارية سبع سنوات أيضاً، لكن ما توصلنا إليه كان مجرد سنتين من أداء استثماري دون الوسط.

فماذا حدث؟

اكتشفتُ تفسيرين هامّين ولكنهما منفصلان خلال تحليلي للمحفظة الاستثمارية وسوق الأوراق المالية عبر هذه المدة، الأول أنني عندما أنشأت الصندوق ركزتُ المحفظة الاستثمارية في معظمها على أسهم، تماثل نمط مافي جعبة شركة بيركشير هاثاويه من صحف وشركات مشروبات وأعمال مواد استهلاكية غير مستدامة وشركات خدمات مالية منتقاة، حتى إنني اشتريت أسهماً في الشركة ذاتها.

وبما أن صندوقي كان بمنزلة مختبر لتعليمات بفت فربما لأيدهِشكم أنّ غالبية أسهم المحفظة مماثلة لما سبق أن اشتراها، لكن الفرق بين أسهمه في ثمانينيات القرن العشرين والأسهم ذاتها عام 1997 مذهل، فالكثير من الشركات التي تابرتْ على تنمية عائدات مالكيها بشكل متوالٍ إلى نسب ذات رقمين في تلك الثمانينيات تباطأتْ إلى رقم واحد مُتدنّ في التسعينيات، ناهيك من ارتفاع أسعار أسهمها المتوالي أيضاً خلال هذا العقد وتصاغر الحسم على قيمتها الذاتية مقارنةً بسابقه. حينما تتباطأً اقتصاديات عمك ويضيق الحسم على القيمة الذاتية فإن فرصة تزايد عائدات الاستثمارات المستقبلية تتلاشى.

إذا تمثل العامل الأول في نقص شديد بمستوى النمو داخل المحفظة الاستثمارية، فالثاني في الحوادث خارجها. وحين تباطأت اقتصاديات أعمال المحفظة تعاضمت إلى حد كبير اقتصاديات بعض الشركات القائمة على التكنولوجيا - الاتصالات والبرمجيات والمزودات بخدمة شبكة الاتصالات العالمية (الإنترنت). وبما أن الصناعات الجديدة حظيت بمعظم تمويل السوق على مؤشر ستاندرد أند بورز 500 فإن سوق الأوراق المالية ذاته ارتفع بوتيرة أسرع. وسرعان ما وجدت اقتصاديات الأعمال التي أملكها في الصندوق متخلفة عن هذه الشركات الأحدث والأقوى - القائمة على التكنولوجيا - في قوة تصاعدها في تلك السوق.

أضحى صندوقي عام 1997 على مفترق طرق، فإذا تابعت الاستثمار في أسهم بفت التقليدية فربما حققت نتائج تقارب المعدل، حتى بفت نفسه أبلغ حينها مساهمي شركة بيركشير هاثاويه أن عليهم ألا يتوقعوا بعدئذ مكاسب استثمارية تفوق المعدل كما في ماضي أيامها. أدركت أن استمراري بامتلاك نفس مايمتلكه بفت - في محفظته الاستثمارية بهذه الأسعار المرتفعة والمتراقفة أيضاً بالاقتصاديات المتواضعة - لا يُحتمل أن يؤدي إلى نتائج استثمارية تفوق المعدل لصالح حملة أسهم صندوقي. ماهو الهدف حينئذ؟ إذا لم يتمكن صندوق الاستثمار المشترك مع مرور الزمن من توليد نتائج استثمارية تفضل على مؤشر السوق الواسعة، فالأفضل للمساهمين فيه، والحالة هذه، أن ينتقلوا إلى صندوق استثماري مشترك مرتبط بمؤشر.

كان التوقف عند هذا المفترق الاستثماري في هذه الفترة مأساوياً في ظل الأسئلة التي طرحت حول مدى وجوب الاستمرار في الصندوق، وقدرة بفت على منافسة الصناعات الأحدث مع استمراره في تحقيق نتائج تفوق المعدل. كذلك برز السؤال الكبير حول كون مجمل فلسفة التفكير بالأسهم - باعتبارها عملاً - تمثل أسلوباً مجدياً في تحليل الصناعات الجديدة التي تركز على التكنولوجيا.

علمت في أعماقي أن أسلوب بفت مازال مجدياً، وأن هذا الأسلوب القائم على تحليل العمل سيستمر بلا جدال في منح المستثمرين فرصة العثور على حالات سوء التسعير والاستفادة بذلك من النظرة السوقية الضيقة. عرفتُ هذه الأمور وأكثر، ومع ذلك ترددتُ لحظات عاجزاً عن تخطي شاطئ الاقتصاد الجديد إلى اليابسة.

أسعدني الحظ أن أصادق بيل ميلر Bill Miller حين بدأتُ مسيرتي المهنية في شركة ليغ ميسون Legg Mason، وكان حينذاك يقاسم إيرني كين Ernie Kiehne إدارة صندوق استثمار أوراق مالية تباع بأقل من قيمتها الحقيقية، ويمضي بعض الوقت مع سماسرة الاستثمار الجدد يشاطرهم أفكاره حول سوق الأوراق المالية والشركات والأفكار التي استقاها مما قرأه في الكتب التي لاحصر لها. بقيت صداقتنا قائمة بعدما تركتُ العمل في الشركة لأعمل مديراً للمحافظ الاستثمارية. وبعد صدور كتاب الاستثمار على طريقة وورن بفت كنا نتحلق المائدة المستديرة لمزيد من المناقشات المستفيضة حول الاستثمار والتحديات الناجمة عن خوض بحر الاقتصاد.

أوضحتُ في الكتاب أن بفت لم يعتمد على نسبة قيمة سعر السهم مقسومة على الربح الصافي السنوي فقط في انتقائه للأسهم، لكن الدافع إلى اصطناع القيمة هو شراء أوراق مالية تباع بأقل من قيمتها الحقيقية ويتمثل ذلك بأرباح المالكين وقدرة الشركة على توليد عائدات على رأس المال تفوق المعدل. كان السهم المتميز بنسبة منخفضة لسعر السهم مقسومة على الربح الصافي السنوي يولد في بعض الأحيان نقداً ويحقق عائدات عالية على رأس المال فيصبح استثماراً عظيماً، إلا أنه في أحيان أخرى يصبح مستهلكاً للنقد ومولداً لعائدات أدنى من المعدل فيكون عبئاً وسراباً. كمن يبحث عن الأفكار في بحيرة - كما يقول بفت - ، غير أنه يتصاعد بفعل النقد والعائدات العالية على رأس المال المستثمر.

تصوّر بيل هذا الأمر قبل عدة سنوات وقاد صندوق استثمار الأوراق المالية - التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية - الذي يديره في هذا الاتجاه، وحقق أربع سنوات متواليات من تفوق الأداء، فكانت تتحني له الرؤوس في المحافل الاستثمارية.

حين كان صندوقي يناضل جاهداً للحصول على موطنٍ قدم قابلت بيل لمناقشة الاستراتيجيات والفرص، وأبلغته أن أسلوب بفت راسخ فوافق، وأن السبيل الوحيدة للتفوق على سوق الأوراق المالية هو تحليل الأسهم بعدها أعمالاً حتى تتمكن من اكتشاف التغييرات الجوهرية ذات الجذور العميقة التي تحدث في العمل قبل التقاطه من قبل آليات السوق وتسعيه، فوافق أيضاً، وإنني متأكد من إمكان تطبيق أسلوب بفت على الصناعات الجديدة، لكنني غير متأكد من كيفية الانطلاق، فقال: «تعال اعمل معنا في شركة ليغ ميسون وسوف أريك كيف يثمر هذا الأسلوب».

كان بيل يتابع الشركات الجديدة في عالم التكنولوجيا مستخدماً أسلوب التقييم الذي يركز على الأرباح النقدية والعائد على رأس المال، وليس على نسب سعر الأسهم مقسومة على الربح الصافي السنوي، وكان قد اشترى في شركة ديل كومبيوتر Dell Computer عام 1996 بأرباح تعادل ستة أضعاف وعائد على رأس المال يعادل 40%. قام مديرو مال آخرون بعدئذ بالشراء في هذه الشركة ولكنهم باعوا بأرباح قدرها اثنا عشر ضعفاً لأن الحكمة التقليدية تفرض عليك الشراء دائماً بستة أضعاف والبيع باثني عشر. لكن بيل درس بدلاً من ذلك نمط العمل وسرعان ما اكتشف أن عائد شركة ديل على رأس المال يرتفع بسرعة كبيرة إلى أرقام مذهلة، تتألف من ثلاث خانات، ولذلك احتفظ بمقتنياته طمعاً بعشرين وثلاثين وأربعين ضعفاً - حين كان المديرون الآخرون يبيعون مقنياتهم باثني عشر ضعفاً من الأرباح - وذلك ظناً منه أن قيمة الشركة مازالت أقل بكثير من حقيقتها مقارنة بنمو قيمتها الذاتية السريع، وكان على حق، فقد ولدت استثماراته فيها عائداً على مساهميه بلغ 53000% فيما بعد.

لم يتوان بيل عن الاستثمار الإضافي في عالم الاقتصاد الجديد، فأحسن في شركة أمريكان أون لاين AOL واستثمر في شركات الاتصالات، وولّد عائداً استثنائياً في شركتي نوكيا Nokia ونيكستيل كوميونيكيشنز -Nextel Communications . كذلك فإن شركة ليغ ميسون كابيتال منجمنت -Legg Mason Capital Management هي ثاني أكبر المساهمين في شركة أمازون دوت كوم -Amazon.com بعد مديرها التنفيذي جيف بيزوس Jeff Bezos، وقد أضاف بيل مؤخراً شركة إيبية eBay إلى محفظة صندوقه الاستثمارية معللاً ذلك بأنها بوابة لانطلاقة اقتصادية تشبه وضع مايكروسوفت عام 1993.

كانت شركة مايكروسوفت حينذاك تساوي 22 مليار دولار، وظن أكثر مستثمري الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية أنها مقيمة بأعلى من قيمتها بكثير، لكنها ارتفعت بحلول نهاية عام 2003 إلى 295 ملياراً، بنسبة تجاوزت 1000% في حين سجل مؤشر ستاندرد أند بورز 500 تقدماً بلغ 138% خلال الفترة نفسها.

هل كانت المخاطر المحتملة على سهم شركة مايكروسوفت قليلة عام 1993؟ يبدو ذلك صحيحاً. ومع ذلك فلم يتقدم إليها أي مستثمر بأوراق مالية تباع بأقل من قيمتها الحقيقية. هل يتميز سهم شركة إيبية eBay اليوم بالسمة نفسها؟ من الواضح أننا نعتقد ذلك لكننا لانعرف ما يحل بها في غضون السنوات القليلة القادمة، غير أن هناك أمراً واضحاً لنا هو العجز عن تقرير كون سهمها يحمل هذه السمة أيضاً، وذلك من خلال دراسة نسبة سعره مقسومة على الربح الصافي السنوي أكثر مما تبينه الدراسة نفسها على مايكروسوفت وبالمعيار نفسه.

يرى بيل أن فهم متطلبات نمط الشركة يشكل جوهر قرارات الاستثمار. ماهي عوامل تحقيق القيمة؟ كيف تستطيع الشركة أن تولد نقداً؟ ما مستوى النقد الذي تستطيع الشركة أن تولده وما

معدل النمو الذي تتوقع أن تحققه؟ ما عائد الشركة على رأس المال؟ وإذا حققتُ عائداً يفوق كلفة رأس المال صنعت لنفسها قيمة، وإذا انخفض عنها دمّرت قيمتها.

وفي النهاية فإن بيل يخرج من خلال تحليله بشعور يدلّه على قيمة الشركة ويقوم إلى حد كبير على القيمة المحسومة الحالية لأرباح الشركة النقدية المستقبلية. ورغم أن صندوقه يمتلك شركات تختلف عما في محفظة بفتٍ الاستثمارية العائدة لشركة بيركشير هاثاوي، لكن أحداً لا يستطيع أن ينكر أنها تقارب العملية الاستثمارية بالطريقة نفسها، مع اختلاف وحيد هو أن بيل قرر أن يأخذ الفلسفة الاستثمارية ويطبقها على امتيازات الاقتصاد الجديد التي تهيمن بسرعة على المنظور الاقتصادي العام.

عندما طلب بيل إليّ الالتحاق بشركة ليغ ميسون كإيصال منجمت ونقل صندوقي إليها، اتضح لي أن أسلوبنا الفلسفي متطابق، لكن الفائدة الأهم من انضمامي إلى فريق بيل هي أنني الآن جزء من منظومة نذرت نفسها لتطبيق أسلوب يقوم على تقييم قيمة العمل بدلاً من الاستثمار في أية فرصة تظهر لإيجاد القيمة، ولم أعد أقف عند النظر فقط إلى الأسهم التي اشتراها بفتٍ، فكل سوق الأوراق المالية الآن عرضة للتحليل. أظن أن باستطاعتك القول إن ذلك أجبرني على توسيع دائرة كفاءتي.

أحد أخطاء تفكيري الأولى في إدارة صندوقي هو الاعتقاد الخاطئ باستحالة تحليل بُنية شركات التقنية العالية لأن بفتٍ لم يمتلكها. نعم، إن هذه الأعمال التي تأسست حديثاً تنطوي على خطر اقتصادي أكثر من العديد من الشركات التي امتلكها بفتٍ، فالتنبؤ باقتصاديات شركات المشروبات الغازية وشفرات الحلاقة والسجاد والدهانات والسيارات والمفروشات أسهل بكثير من التنبؤ باقتصاديات شركات البرمجيات الحاسوبية والاتصالات الهاتفية وشبكة الاتصالات العالمية (الإنترنت).

إن عبارة «يصعب التنبؤ بها» لاتماثل عبارة «يستحيل تحليلها». ومن المؤكد أن اقتصاديات عمل تكنولوجيا هي أكثر تنوعاً من الأعمال التي تنتج مواد استهلاكية غير مستدامة، لكن دراسة فكرية لطريقة عمل ما ينبغي أن تمكننا من تحديد سلسلة من إمكانات التقييم، وليس أمراً حاسماً أن نحدد قيمة الشركة على وجه الدقة مع المحافظة على فلسفة بفت في أننا نشترى الشركة بسعر مخصص بشكل جيد (هامش الأمان) ضمن سلسلة إمكانات التقييم.

الأمر الذي يغيب عن تفكير أتباع بمنهجية بفت هو أن مردود الصواب في تحليل شركات التكنولوجيا يفوق مقدار الخطر. إن كل ما ينبغي علينا عمله هو تحليل كل مجموعة أسهم كعمل ومن ثم تحديد قيمة هذا العمل، وعلينا - على سبيل الحماية من خطر اقتصادي أعلى - أن نطلب هامش أمان أكبر في سعر الشراء.

يجب ألا ننسى أن الملتزمين بأسلوب بفت الاستثماري آمنوا على مر السنين بفلسفته وطبقوها على أقسام سوق الأوراق المالية المختلفة، ذلك أن العديد من المستثمرين اللامعين اشتروا أسهماً ليست موجودة في غير محفظة شركة بيركشير الاستثمارية، واشترى غيرهم أسهما راسمالية أصغر، لكن حفنة منهم نقلوا معهم أسلوبه إلى السوق العالمية واشتروا أوراقاً مالية أجنبية. الأمر المهم الذي يجب ألا نغفل عنه في هذا المجال هو أن أسلوب بفت قابل للتطبيق على جميع أنواع الأعمال بصرف النظر عن الصناعة التي تمارسها وقيمة أوراقها المالية في السوق ومكان وجودها.

حظي صندوق التتمية الخاص بي - منذ أن أصبحت جزءاً من شركة ليغ ميسون كابييتال منجمت عام 1998 - بفترة أداء استثماري ممتاز، ليس لأن الفلسفة أو العمل قد تغيرا، بل لأن تطبيقهما امتد ليشمل عالمياً أوسع من الأسهم. حينما يرغب مدراء المال والمحللون بدراسة جميع أنماط العمل بصرف النظر عن التصنيف الصناعي تتوسع فرصة الاستفادة من سوء التسعير السوقي العارض، وهذا يفسر العائدات الأفضل على مساهمينا.

وهذا لا يعني أننا لن نجد سنوات أو أرباعاً أو أشهراً عجافاً في بعض الأحيان، بل إنك - حين تراكم جميع الفترات التي خسرنا فيها المال بسبب السوق، مع حساب أيّ منها- تجد أن مقدار المال الذي خسرناه يقل عما جمعناه عندما تفوقنا في أدائنا على السوق.

إن سجل هذا الصندوق في هذا المجال لا يختلف كثيراً عن المحافظ الاستثمارية المركّزة، وهذا يعيدنا إلى أداء تشارلي مُنغر Charlie Munger وبييل رُوين Bill Ruane و لو سيمبسون Lou Simpson، حيث حقق كل منهم أداء متميّزاً طويل الأمد لكنه تحمل فترات قصيرة الأمد من الضعف، واستخدم عملية لتقييم العمل من أجل بيان عدم صحة أسعار الأسهم، وأدار محفظة استثمارية مركّزة ذات معدل منخفض لدوران رأس المال، وتمكن من خلال العملية التي استخدمها من تحقيق نتائج ممتازة طويلة الأمد على حساب انحراف معياري ذي مستوى أعلى.

أجرى مايكل موبوسين Michael Mauboussin - الاستراتيجي الرئيس في شركة ليغ ميسون كايبتال منجمت - دراسة عن أداء أفضل الصناديق الاستثمارية المشتركة بين عامي 1992 و 2002،¹ وكان يبحث عن الصناديق التي ظلت في تلك الفترة تحت إدارة مدير واحد، ولم تكن قيمة أصولها تقل عن مليار دولار، وتفوّقت في أدائها على مؤشر ستاندرد أند بورز 500 مدة عشر سنوات، فتجاوز 31 صندوقاً هذا الحد.

ثم نظر في العملية التي استخدمها كل مدير للتفوق على السوق، وأفرد أربع صفات تنفرد بهذه المجموعة عن غالبية مديري الصناديق:

1- دوران رأس مال المحفظة الاستثمارية: تتميز الصناديق الاستثمارية المشتركة التي تتفوق على السوق على العموم بمعدل منخفض لدوران رأس المال يبلغ 30% تقريباً، وهذا يقابل معدل دوران رأس المال البالغ 110% العالي في الصناديق المشتركة للاستثمار في أسهم رأس المال.

2 - تركيز المحفظة الاستثمارية: تميل الصناديق المتفوقة في أدائها على المدى الطويل إلى تركيز في محافظها الاستثمارية أكبر من الصناديق الاستثمارية المرتبطة بمؤشر أو الصناديق المشتركة للاستثمار في أسهم رأس المال، وتخصص صناديق الاستثمار المشتركة متفوقة الأداء - بوجه عام - 37% من أصولها للاسماء العشرة الأولى في قوائمها.

3 - طريقة الاستثمار: الغالبية العظمى من الصناديق المتفوقة في أدائها على السوق المذكورة أعلاه تقرن أسلوب القيمة الذاتية بانتقاء الأسهم.

4 - الموقع الجغرافي: حفنة قليلة فقط من الصناديق المتفوقة في أدائها على السوق تنحدر من المراكز المالية في الساحل الشرقي أو نيويورك أو بوسطن. ومعظم الصناديق التي تحقق عائداً استثمارياً عالياً ناشئاً عن مخاطر محددة غير سوقية أتخذت مقراتها في مدن مثل شيكاغو Chicago وسولت ليك سيتي Salt Lake City وميمفيس Memphis وأوماها Omaha وبلتيمور Baltimore إن بعدها عن حمى جنون نيويورك وبوسطن Boston - حسب اقتراح مايكل - يخفف من فرط النشاط الذي يهيمن على المحافظ الاستثمارية العائدة لهذا العدد الكبير من صناديق الاستثمار المشتركة.

هناك، مع ذلك، خيط مشترك للتفوق في الأداء هو استراتيجية المحفظة الاستثمارية التي تؤكد على الرهان المركزة وعائد دوران رأس المال المنخفض وعملية انتقاء الأسهم التي تؤكد بدورها على قيمة السهم الذاتية، ويتساوى في ذلك المستثمرون النجوم في رحاب غراهام و دود Graham-and-Doddville أو في رحاب بفت Buffetteville أو مديرو الصناديق الاستثمارية المشتركة التي استقصاها مايكل في بحثه.

ومع ذلك - وفي ظل جميع الدلائل على كيفية تحقيق النتائج التي تفوق المعدلات - فما زال العدد الأكبر من مديري المال مستمرين في أدائهم المتدني عن سوق الأوراق المالية. ويرى بعض الناس أن هذا دليل على كفاءة السوق. ربما يتم

تسعير الأسهم بدقة أكبر في ظل المنافسة الشديدة بين مديري المال، ولعل هذا صحيح إلى حدٍّ ما. نحن نعتقد أن كفاءة السوق تحسنت، وأن فرص استغلال الربح قلت في سوق الأوراق المالية التي تستخدم التقنيات ذات التفكير الساذج في تحديد القيمة. ومن المؤكد أنه لم يعد ثمة من يعتقد أن السوق في طريقها إلى السماح بسرقتها من خلال احتساب نسبة سعر السهم مقسومة على الربح الصافي السنوي.

من المحتمل أن يقوم المحللون - الذين يفهمون التغييرات عميقة الجذور ويكشفون الأمور من خلال نمط العمل - باكتشاف شذوذ في التقييم يظهر في السوق، وستكون لهم نظرة مختلفة إلى فترةٍ ومجال قدرة الشركة على توليد النقد مقارنة بنظرة السوق. «إن القول بتفوق مؤشر ستاندرد أند بورز 500 على مديري المال الفاعلين يمثل جدلاً غير موجه ضد إدارة المال الفاعلة»، كما يقول بيل ميلر، «بل ضد الطرق المستخدمة من قِبَل معظم مديري المال الفاعلين».²



لقد انقضت عشرون سنة على المرة الأولى التي قرأت فيها تقريراً سنوياً عن شركة بيركشير هاثاويه، وعندما أفكر بوورن بفتِ وفلسفته أمتلئ إثارة بعالم الاستثمار وحباً له؛ حتى في هذه الأيام. ولست أشك مطلقاً في أن العملية سليمة وأنها ستحقق نتائج تفوق المعدل ولأمد طويل في حال تطبيقها في القول والعمل. وليس علينا إلا أن نراقب اليوم مديري المال المتميزين في دراستهم، لنرى أنهم يستخدمون جميعاً صيغاً مختلفة من أسلوب بفتِ الاستثماري.

على الرغم من التطور الذي يحصل على مرّ الأيام في الشركات والصناعات والأسواق والكيانات الاقتصادية، فإن قيمة فلسفة بفتِ الاستثمارية تبقى في عدم ارتباطها بالزمن، ويمكن للمستثمرين أن يطبقوا أسلوبه في انتقاء الأسهم وإدارة المحافظ الاستثمارية في جميع الظروف.

حينما انطلق بفت بإدارته المال أول مرة في خمسينيات وستينيات القرن العشرين، كان يرى الأسهم أعمالاً ويدير محافظ استثمارية مُركّزة، وكان كذلك عندما أضاف امتيازات مستقلة إلى محفظة شركة بيركشير الاستثمارية. عندما اشترى بيل ميلر شركات تقوم على التكنولوجيا وشبكة الاتصالات العالمية (الإنترنت) لصالح صندوق القيمة الاستثماري في تسعينيات القرن العشرين والنصف الأول من هذا العقد كان يرى الأسهم أعمالاً ويدير محافظ استثمارية مُركّزة أيضاً.

هل اختلفت الشركات المشتراة في خمسينيات القرن العشرين عنها في ثمانينياتها؟ نعم، والمشتراة في ستينياته عنها في تسعينياته؟ بالتأكيد. تتغير الأعمال، وتظهر صناعات، وتفسح روح التنافس في الأسواق المجال لظهور امتيازات جديدة وانذار أخرى بالتدرج.

ويجب أن يكون ظهور الأسواق والشركات بشكل مستمر مدعاة لراحة المستثمرين حين يدركون أن هناك عملية استثمارية ظلت صامدة حتى في وجه قوى التغيير الحتمية.

توجّه أحد المساهمين خلال اجتماع شركة بيركشير السنوي عام 2004 إلى وورن بفت بسؤال حول التغيير الذي سيدخله على أسلوبه إذا ما أتيحت له العودة إلى الوراء، فأجاب: «لو أتيح لنا ذلك مرة أخرى لفعلنا الكثير الكثير مما فعلناه بالطريقة نفسها، ولقرأنا كل شيء يقع تحت بصرنا عن الأعمال والصناعات، ولتوسع عالمنا الاستثماري كثيراً عما هو عليه اليوم براسمال أقل بكثير، ولتابعتم تعلم مبادئ الاستثمار الأساس التي وضعها بن غراهام، ولتأثرت بصورة متميّزة بتشارلي و فيل فيشر في مجال النظر في أعمال أفضل». وتوقف هنيهة ثم أضاف: «ليس ثمة اختلاف برأيي حول تحليل الأوراق المالية اليوم عما كانت عليه حالها قبل خمسين سنة.»

كذلك لن يكون ثمة اختلاف بعد خمس سنوات أو عشر أو عشرين من اليوم، تتغير الأسواق والأسعار والظروف الاستثمارية وتأتي الصناعات وتذهب، ويغير المستثمرون الأذكياء سلوكهم اليومي للتكيف مع الظروف المتغيرة، لكن الأمور الجوهرية هي التي لا تتغير.

سيستمر المتبعون لطريقة بفت في تحليل الأسهم (والشركات) على المذاهب نفسها، وسيحافظون على المحافظ الاستثمارية المركزة وسي تجاهلون المطبات والعثرات والضربات. إنهم يؤمنون - وأنا معهم - أن المبادئ التي وجهت قرارات وورن بفت الاستثمارية طوال ستين سنة تقريباً هي في الحقيقة لازمانية وأنها تشكل الأساس لحكمة استثمارية يمكننا جميعاً أن نبني عليها.

