

## الفصل الثامن

### دلائل الاستثمار

#### مذاهب في استثمار القيمة \*

تؤدي جميع المبادئ التي تتجسّد في المذاهب الموصوفة حتى هذه الصفحة إلى نقطة تقريرية واحدة، هي شراء أو عدم شراء أسهم في شركة ما. ويتوجّب على المستثمر - عندما يصل إلى هذه النقطة - أن يوازن بين عاملين: هل تمثل هذه الشركة قيمة جيدة، وهل هذا هو الوقت الجيد للشراء - أي هل السعر مُشجّع؟

يتقرر السعر من قبل سوق الأوراق المالية. ويقرر المستثمر القيمة بعد موازنة جميع المعلومات المعروفة عن عمل الشركة وإدارتها وميزاتها المالية، وليس من الضروري أن يتساوى السعر والقيمة، «فالسعر هو ما تدفع، أما القيمة فما تحصل عليه» كما قال بفت في غالب الأحيان.

إذا كانت السوق على كفاءة حقيقية، تعدّلت الأسعار بصورة فورية لتتلاءم مع المعلومات المتاحة. ونحن بالطبع نعرف أن هذا لن يحدث، ذلك أن أسعار الأسهم تتحرك صعوداً وهبوطاً عن قيم الشركة بفعل أسباب عديدة ليست جميعها منطقية.

\* لعلك أيها القارئ الكريم - وبعد أن مررت فيما سبق من هذا الكتاب على عدد من أنواع الاستثمارات - تدرك أن استثمار القيمة يعني البحث عما غلت قيمته وقلّ ثمنه، ثم الاستحواذ عليه واستثماره انتظاراً لفرصة سانحة لبيعه، حينما يصل ثمنه إلى ما يعادل قيمته الحقيقية أو يزيد، وفي هذا التزام بتوصيف أهل العلم لهذا النوع من الاستثمار إذ يقولون إنه استثمار الأوراق المالية التي تطرح بثمن يقل عن قيمتها الحقيقية. (المعرب)

إنه لأمر سييء أن يأوي المرء إلى فراشه يُؤرِّقه سعر السهم. نحن نفكر بقيمة الشركة ونتائجها، وسوق الأسهم موجودة لخدمتك، وليس لتوجيه التعليمات إليك.<sup>1</sup>

وورن بفت، 2003

يتخذ المستثمرون قراراتهم من الناحية النظرية على أساس الفروقات بين السعر والقيمة، فإذا كان سعر السهم أقل من قيمته قرر المستثمر الحَصيف أن يشتري، وإذا كان أعلى من قيمته مرَّ به المستثمر المتفكِّر مرور الكرام. يقوم المستثمر الذكي خلال دورة حياة الشركة الاقتصادية بتثمين قيمتها بين حين وآخر، بالنظر إلى سعر السوق، فيبيع أو يشتري أو يستبقي الأسهم بناء على ذلك.

الاستثمار العقلاني إذن يضم عنصرين:

1 - تحديد قيمة العمل.

2 - الشراء فقط في ظل السعر الصحيح، أي حين يعرض العمل بسعر يحمل حسماً جيداً عن قيمته.

**احسب قيمة العمل المُعادلة**

استخدم المحللون الماليون على مرَّ السنين العديد من المعادلات لتحديد قيمة الشركة الذاتية، فبعضهم مُغرَّم بالطرق المُختزلة: نسب السعر المتدني إلى الأرباح، والسعر إلى القيمة الدفترية، وعوائد أرباح الأسهم العالية، لكن النظام الأفضل - كما يراه بفت - تقررَّ قبل أكثر من ستين سنة على يد جون بر ويليامز (John Burr Williams) انظر الفصل الثاني، حيث

يستخدم بفت وكثيرون غيره نمط عائد ربح السهم المحسوم الذي عرضَه  
 ويليامز في كتابه نظرية قيمة الاستثمار *The Theory of Investment Value*  
 إذ يعتبر الطريقة المثلى لتحديد قيمة الورقة المالية.

وتفسيراً لما كتبه ويليامز، يخبرنا بفت أن قيمة العمل هي مجموع التدفقات  
 النقدية الصافية (أرباح المالكين) المتوقع تحقيقها خلال حياة هذا العمل  
 مخصوصاً وفق سعر فائدة مناسب، وهو يعتبره أنسب المعايير لقياس رزمة تضم  
 أنواعاً مختلفة من الاستثمارات: سندات حكومية وسندات شركات وأسهماً عادية  
 وعمارات سكنية وآبار نفط ومزارع.

كذلك فإن التمرين الرياضي - كما يضيف بفت - يشبه طريقة تحديد قيمة  
 السند، حيث تقوم سوق السندات يومياً بجمع قسائم السندات المستقبلية ثم  
 تخصصها وفق سعر الفائدة السائد، وبهذا يتم تحديد قيمة السند. ولتحديد قيمة  
 العمل يقدر المستثمر «القسائم» التي سيولدها هذا العمل خلال مدة ما من  
 المستقبل ثم يخصمها جميعاً بالعودة إلى الحاضر. يقول بفت: «إن الأعمال - بدءاً  
 من صانعي «سوط العربة الخفيفة» وانتهاء بمشغلي الهواتف المحمولة - التي يتم  
 تحديد قيمها بهذه الطريقة تصبح متساوية».<sup>2</sup>

وعليه فإن حساب قيمة العمل الحالية بالإختصار يعني في المقام الأول تقدير  
 اجمالي الأرباح التي يُحتمل تحققها خلال حياة هذا العمل، ومن ثم خصم هذا  
 الاجمالي بالعودة إلى الوقت الحاضر، (شريطة ألا ننسى أن بفت يستخدم  
 للتعبير عن «الأرباح» عبارة أرباح المالكين وهي التدفق المالي المعدل بالمصروفات  
 الراسمالية حسب التوصيف الوارد في الفصل السابع).

سوف نطبق - من أجل تقدير الأرباح المستقبلية - جميع ما تعلمناه عن  
 خصائص عمل الشركة وصحتها المالية ونوعية مديريها وذلك باستخدام مبادئ  
 التحليل الموصوفة حتى الآن. أما بشأن الطرف الثاني من المعادلة، فنحن فقط  
 بحاجة إلى تحديد معدل الخصم المتوجب؛ وإليكم المزيد عن ذلك فيما هو آت.

إن بفت صارم في نقطة واحدة هي البحث عن شركات يمكن التنبؤ بأرباحها المستقبلية المؤكدة، مثل إيرادات السندات، ويعتقد أن باستطاعته تحديد تلك الأرباح بدرجة كبيرة من اليقينية إن كانت الشركة قد عملت في ظل قوة أرباح راسخة متوالية، و كان عملها بسيطاً مفهوماً. ولن يحاول تلمين هذه الشركة - وسيخطأها - إن لم يستطع أن يتصور بدرجة من الثقة ما ستكون عليه تدفقاتها النقدية المستقبلية.

يجب عليك - حتى تتمكن في الظروف المثالية من تلمين عمل ما - أن تأخذ جميع التدفقات النقدية التي سيتم توزيعها بدءاً من هذا اليوم وحتى يوم القيامة ثم تخصمها وفق معدل الخصم المناسب، وهذا كل ما يتعلق بوضع قيم للأعمال. لكن جزءاً من المعادلة يكمن في مدى ثقتك بتحقيق تلك التدفقات النقدية. إن التنبؤ أسهل في بعض الأعمال من بعضها الآخر، ونحن نحاول أن ننظر في الأعمال التي يمكن التنبؤ بها.<sup>3</sup>

وورن بفت، 1988

وهنا تبرز أهمية أسلوب بفت الذي يعترف بعدم وجود دليل لديه على كيفية تقدير أرباح شركة مايكروسوفت Microsoft النقدية الحقيقية المستقبلية، رغم تميزها بالحركة وتقديره الكبير لبيل غيتس Bill Gates مديراً. إن هذا هو ما يقصده بعبارة «دائرة الكفاءة»: إذ لا يعرف صناعة التكنولوجيا بصورة حسنة ودرجة كافية لكي يتنبأ بالأرباح الخبيثة على المدى الطويل في أية شركة في هذا الميدان.

وهذا يحملنا إلى العنصر الثاني من المعادلة: ما هو معدل الخصم المناسب؟ وجواب بفت بسيط: إنه المعدل الذي يُعدّ خالياً من المخاطر. ظلّ بفت عدة سنوات يستخدم المعدل الساري حينذاك على السندات الحكومية طويلة الأمد،

ويمكننا أن نقول إنه خالٍ من المخاطر لأن المعدل الذي ستدفعه حكومة الولايات المتحدة في غضون السنوات الثلاثين التالية على قسائمها يصل يقيناً إلى حوالي 100%.

حين تكون أسعار الفائدة متدنية يزيد بقت معدل الخصم، وعندما تنخفض إيرادات السندات إلى أقل من 7% يرفع معدل الخصم إلى 10%، وهو يستخدمه اليوم بشكل عام، وقد نجح مع مرور الوقت في تحقيق التطابق بين معدل الخصم طويل الأجل الذي وضعه وبين ارتفاع أسعار الفائدة، وإذا لم يتم التطابق أضاف ثلاث نقاط إلى هامش الأمان.

يجادل بعض أهل العلم بعدم استطاعة أية شركة، بصرف النظر عن قوتها، أن تؤكد أرباحها النقدية المستقبلية، بدرجة اليقين السارية نفسها على السندات، ولذلك يصرّون على أن عامل الخصم الأنسب هو الخالي من المخاطر زائداً عليه علاوة مساواة المخاطر، وهذا يُصوّر الشك بتدفقات الشركة النقدية المستقبلية. لكن بقت لا يضيف مثل هذه العلاوة، بل يعتمد على تركيزه الفكري المتفرد على الشركات التي تتمتع بأرباح راسخة متوالية يمكن التنبؤ بها وعلى هامش الأمان الذي ينجم في المقام الأول عن الشراء بخصم جيد، وفي هذا يقول: «إنني أعول كثيراً على اليقين، وإن تفعل ذلك لم يعد لفكرة عامل الخطر بكاملها أي معنى لدي»<sup>4</sup>.

### شركة كوكا كولا

حين ابتاع بقت شركة كوكا كولا عام 1988 تساءل الناس: «أين هي القيمة في الشركة؟» لماذا رغبت بدفع خمسة أضعاف القيمة الدفترية في شركة بلغ عائد ربحها السنوي 6,6%؟ لأن السعر - كما يذكرنا باستمرار - لا يكشف شيئاً عن القيمة وأن الشركة في نظره قيمة جيدة.

ولنبداً بالقول إن الشركة كانت تعود على المالكين بـ 31%، وتستخدم نسبياً مبلغاً ضئيلاً في الاستثمارات الرأسمالية، لكن الأهم هو أن بقت تمكن من إدراك الفرق الذي كانت تحققه إدارة روبيرتو غويزويتا Roberto Goizueta،

وأن عوائد الشركة المالية في سبيلها إلى التحسّن لأنه باشر ببيع الأعمال ذات الأرباح الضعيفة، وإعادة استثمار الإيرادات في عمل الشركة ذي الأداء العالي القائم على الشراب. إضافة إلى أنه راح يُعيد شراء أسهم الشركة في السوق، مما أدّى إلى المزيد من رفع قيمة العمل الاقتصادية إلى مستوى أعلى أيضاً. وكل ذلك دخل في حسابات القيمة عند بفت الذي سنخوض معه بحساباته فيما يلي من القول.

بلغت أرباح مالكي شركة كوكا كولا 828 مليون دولار عام 1988، وكان يتم تداول سندات الثلاثين سنة الصادرة عن الخزانة الأمريكية بعائد قدره 9% سنوياً (خالٍ من المخاطر). وعليه فإن تلك الأرباح المحسومة بمعدل 9% ستولّد قيمة ذاتية مقدارها 9,2 مليار دولار. بلغت قيمة الشركة السوقية عندما ابتاعها بفت ١٤,٨ مليار دولار، أي بزيادة 60%، وهذا دفع ببعض المراقبين إلى الاعتقاد أنه دفع أكثر مما ينبغي، غير أن مبلغ 9,2 مليار دولار يمثل قيمة الشركة المحسومة والتي كانت حينذاك تمثل أرباح مالكيها، وإن رغب بفت بدفع سعر أعلى فلأنه أدرك أن ذلك الجزء من قيمة الشركة يمثل فرص نموها في قابل أيامها.

حين تكون شركة ما قادرة على تنمية أرباح المالكين دون أن تزيد رأسمالها، يصبح من المناسب أن يُحسم من هذه الأرباح الفرق بين معدل العائد الخالي من المخاطر، ونمو أرباح المالكين المتوقعة. وبتحليل شركة كوكا كولا نجد أن أرباح المالكين بين عامي 1981 و 1988 زادت بمعدل 17,8% سنوياً، وهذا أسرع من معدل العائد الخالي من المخاطر. وحينما يحدث هذا يُستخدم المحللون نمطاً للحسم بمرحلتين يمثل طريقة لحساب الأرباح المستقبلية عندما تحقق الشركة نمواً غير عادي في عدد من السنين، ثم تمر بفترة نمو راسخ متوالٍ ولكن بمعدل أقل.

يمكننا استخدام هذه العملية ذات المرحلتين لحساب القيمة السائدة عام 1988 لتدفقات الشركة المستقبلية ( انظر الجدول 8-1). لنفترض أولاً أن الشركة ستتمكن من تنمية أرباح المالكين بمعدل 15% مدة عشر سنوات اعتباراً

## الجدول 1-8

أرباح أصحاب شركة كوكا كولا المحسومة باستخدام نمط أرباح السهم المحسومة ذي المرحلتين ( المرحلة الأولى عشر سنوات )

السنة										
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
دولار 2.912	دولار 2.532	دولار 2.202	دولار 1.915	دولار 1.665	دولار 1.448	دولار 1.259	دولار 1.095	دولار 0.952	دولار 828	التدفق النقدي للعام الماضي معدل النمو (زائد) %15
دولار 3.349	دولار 2.912	دولار 2.532	دولار 2.202	دولار 1.915	دولار 1.665	دولار 1.448	دولار 1.259	دولار 1.095	دولار 952	التدفق النقدي عامل الحسم (ضرب) 0.4224 0.4604 0.5019 0.5470 0.5963 0.6499 0.7084 0.7722 0.8417 0.9174
دولار 1.415	دولار 1.341	دولار 1.271	دولار 1.204	دولار 1.142	دولار 1.082	دولار 1.026	دولار 972	دولار 922	دولار 873	القيمة المحسومة في السنة مبلغ قيمة التدفق النقدي الحالية القيمة المتبقية التدفق النقدي في السنة العاشرة (زائد) معدل النمو
						دولار 11.248	دولار 3.349			معدل النمو %5
							دولار 3.516			التدفق النقدي في السنة الحادية عشرة معدل الرسملة (k-g) %4
							دولار 87.900			القيمة في نهاية السنة العاشرة معامل الحسم في نهاية السنة العاشرة (ضرب) 0.4224
					دولار 37.129					القيمة الحالية لقيمة المتبقية
					دولار 48.377					قيمة الشركة السوقية

الملاحظات: معدل النمو المفترض للمرحلة الأولى = 15.0%، معدل النمو المفترض للمرحلة الثانية = 5.0%، معدل الحسم = 9.0% - المبالغ مقدره بملايين الدولارات

من عام 1988، وهذا افتراض معقول، لأن هذا المعدل أقل من متوسط ماحققته الشركة في السنوات السبع السابقة. وبحلول السنة العاشرة يكون المبلغ الذي بدأنا به والبالغ 828 مليون دولار قد زاد إلى 3,349 مليار دولار. ولنفرض أيضاً أن هذا المعدل سينخفض إلى 5% سنوياً بدءاً من السنة الحادية عشرة، فإذا استخدمنا معدل الحسم البالغ 9% (وهو معدل السند طويل الأجل السائد حينذاك) تمكنا من العودة إلى حساب قيمة شركة كوكا كولا الذاتية عام 1988: أي 48,377 مليار دولار ( انظر تفاصيل هذا الحساب بقسم التعليقات في نهاية هذا الكتاب).<sup>5</sup>

ولكن ماذا يحصل لو قررنا أن نكون أكثر تحفظاً فنستخدم معدل نمو مختلفاً؟ إذا فرضنا قدرة الشركة على النمو بمعدل 12% خلال عشر سنوات يتلوها نمو بمعدل 5% .

كانت قيمة الشركة الحالية محسومة بمعدل 9% تساوي 38,163 مليار دولار، وعندما تنمو بمعدل 10% خلال عشر سنوات وبعدها بمعدل 5% تكون قيمتها قد بلغت 32,497 ملياراً. ثم إن افترضنا معدل 5% باستمرار فلن تقل قيمة الشركة عن 20,7 مليار دولار، أي : 828 مليون دولار مقسومة على (9-5)%.

### شركة جيليت

مرّ معنا في الفصل الرابع أن شركة بيركشير اشترت بمبلغ 600 مليون دولار أسهما ممتازة قابلة للتحويل في شركة جيليت، وذلك في تموز / يوليو 1989، وبعد أن تم تقسيم السهم إلى سهمين في شباط / فبراير عام 1991 حوّلت بيركشير تلك الأسهم، وتسلمت مقابلها 12 مليون سهم عادي كانت تساوي 11% من أسهم الشركة القائمة.

وبعد أن تملكت شركة بيركشير أسهماً في الشركة تعطي مردوداً بلغ 1,7% مقابل مردود الأسهم الممتازة القابلة للتحويل والبالغ 8,75%، فإن استثمارها فيها لم يعد ورقة مالية ذات دخل ثابت مع ارتفاع كامن بل

أصبح التزاماً مباشراً يُسدّد على شكل أسهم، ولو كان لشركة بيركشير أن تحتفظ بأسهمها العادية لاحتاج الأمر إلى إقناع بفت أن الشركة تمثل استثماراً جيداً.

نحن نعلم أن بفت فهم الشركة، وأن تطلعاتها المستقبلية طويلة الأمد مشجعة، وأن خصائصها المالية - التي تشتمل على عائدات الملكية وهوامش ما قبل الضرائب - في تحسن. إن القدرة على زيادة الأسعار عن هذه الطريق ترفع من عائد الملكية إلى معدلات تزيد عن الحدود الوسطى كما تدل على ذلك شهرة محلاتها الاقتصادية المتنامية. كان مديرها التنفيذي موكلر Mockler يقوم عمداً بتخفيض ديونها طويلة الأجل ويعمل جاداً على زيادة حقوق المساهمين.

أوفت الشركة، باختصار، بجميع متطلبات الشراء الضرورية، ولم يبق على بفت سوى تحديد قيمتها حتى يتأكد من أن سعرها ليس زائداً.

بلغت أرباح مالكي شركة جيليت 275 مليون دولار عند نهاية عام 1990 وكانت تنمو منذ عام 1987 بمعدل 16% سنوياً. وبالرغم من قصر هذه المدة للحكم بصورة كاملة على نموها إلا أن باستطاعتنا وضع بعض الافتراضات. كتب بفت عام 1991 مقارنة بين جيليت وكوكا كولا: «كوكا كولا وجيليت شركتان من أفضل الشركات في العالم، ونحن نتوقع أن تنمو أرباحهما بمعدلات هائلة في السنوات القادمة»<sup>6</sup>.

في أوائل عام 1991 كان تداول سندات الحكومة الأمريكية يتم لقاء مردود سنوي قدره 8,62%، وحتى لانتمادي نستطيع أن نستخدم حسماً مقداره 9% لاحتساب قيمة شركة جيليت، لكن معدل نمو أرباحها الخبيثة يزيد عن معدل الحسم - كما هي حال كوكا كولا - ولذلك يتوجب علينا أن نستخدم مرة أخرى نمط الحسم ذي المرحلتين؛ بفرض معدل نمو قدره 15% على امتداد عشر سنوات ثم 5% بعدها فإن تطبيق الحسم على أرباح المالكين لعام 1990 بمعدل 9% يعطينا قيمة تقريبية للشركة تعادل 16 مليار دولار. وإذا أنقصنا معدل النمو

المستقبلي إلى 12% أضحت القيمة 12,6 ملياراً، وبمعدل نمو 10% تصبح قيمتها 10,8 مليارات، ولا تقل قيمتها عن 8,5 مليار دولار عند تطبيق معدل نمو مُحفظ جداً قدره 7% على أرباح المالكين.

### شركة واشنطن بوست

بلغت قيمة صحيفة واشنطن بوست السوقية ثمانين مليون دولار عام 1973، ومع ذلك يدعي بفت أن «أكثر محلي الأوراق المالية وسماسرة ومديري وسائل الإعلام يقدرون قيمة شركة واشنطن بوست الذاتية بأربعمئة إلى خمسمئة مليون دولار»<sup>7</sup>. فكيف توصل بفت إذن إلى تلك التقديرات؟ دعونا نتجول بين الأرقام على سهوة تفكيره.

لنبدأ بحساب أرباح المالكين عن تلك السنة التي نتبينها من خلال المعادلة التالية: أرباح المالكين = الدخل الصافي (13,3 مليون دولار) + الاهتلاكات وإطفاء الديون (3,7 مليون دولار) - المصروفات الراسمالية (6,6 مليون دولار) = 10,4 مليون دولار بمثابة أرباح المالكين عن عام 1973، وإذا قسّمناها على (6,81%) - وهو عائد سندات الحكومة الأمريكية طويلة الأجل السائد حينذاك - نجد أن قيمة الصحيفة تصل إلى 150 مليون دولار، وهي تعادل حوالي ضعفي قيمة الشركة السوقية، ولكنها تقل بشكل جيد عن تقديرات بفت.

يخبرنا بفت أن مصروفات الصحف الاستثمارية مع مرور الزمن سوف تساوي نفقات الاهتلاكات وإطفاء الديون، ولذلك فإن الدخل الصافي يجب أن يقارب أرباح المالكين، وعليه فإننا نستطيع أن نقسّم الدخل الصافي على المعدل الخائي من المخاطر، فنوصل بذلك إلى تثمان يبلغ 196 مليون دولار.

إذا توقفنا هنا كان الافتراض هو أن الصحف تتمتع بقوة تسعير غير عادية لأن معظمها حكر على مجتمعاتها ويمكنها أن ترفع من أسعارها بمعدلات تفوق التضخم. ولنفترض أخيراً أن صحيفة واشنطن بوست تستطيع زيادة أسعارها بنسبة 3%، وعندها تقارب قيمة الشركة مبلغ 350 مليون دولار. يعرف بفت

أيضاً أن هومش الشركة البالغة 10% لما قبل الضرائب تقلّ بشكل جيد عن وسطي هومشها المعروف تاريخياً والبالغ 15%، ويعرف كذلك أن كاترين غراهام Catherine Graham كانت عازمة على أن تحقق شركة بوست هذه الهومش ذات يوم. إذا تحسنت هومش ما قبل الضرائب فبلغت 15%، زادت قيمة الشركة الحالية بمبلغ 135 مليون دولار فارتفعت بذلك قيمتها الذاتية إلى 485 مليون دولار.

### ويلز فارغو

إن قيمة المصرف تعادل قيمة ممتلكاته المحسوم منها مجمل المطالب والمضاف إليها أرباحه المخطط لها كعمل مستمر. حين بدأت شركة بيركشير هاثاوييه عام 1990 بشراء مصرف ويلز فارغو وصلت أرباح شركته في العام الذي سبقه إلى 600 مليون دولار، كما بلغ متوسط العائد السائد في تلك السنة على سندات الحكومة الأمريكية لثلاثين سنة حوالي 8,5%. نستطيع تطبيق حسم قدره 9% على أرباح مصرف ويلز فارغو البالغة 600 مليون دولار في عام 1989 كيلاً نشتمط، فتكون قيمته 6,6 مليار دولار، وإذا لم تزد أرباحه أبداً عن 600 مليون دولار سنوياً خلال السنوات الثلاثين أضحت قيمته 6,6 مليار دولار على الأقل. حينما اشترى بفت ويلز فارغو عام 1990 دفع 58 دولاراً بالسهم الواحد، وهذا يعادل دفع مبلغ ثلاثة مليارات دولار لقاء الشركة التي بلغ عدد أسهمها القائمة 52 مليوناً، وهو يمثل حسماً نسبته 55% من قيمتها.

تمحورّ الجدول الدائر في الأوساط الاستثمارية حينذاك حول وجود قوة ربحية في كيان ويلز فارغو بعد أخذ جميع مشكلاته الناجمة عن الإقراض بعين الاعتبار، فأجاب الباعة على المكشوف بالنفي، لكن جواب بفت هو الإيجاب؛ فهو يعلم يقيناً أن امتلاك فارغو ويلز يحمل في طياته بعض المخاطر، ولكنه واثق بتحليله، ذلك أن تفكيره المتميز بالخطوة بعد الخطوة هو نمط جيد لكل من أراد أن يوازن عامل الخطر في أي استثمار.

انطلق بفت مما عرف. ظلَّ كارل رايخارت Carl Reicherdt - رئيس مجلس إدارة ويلز فارغو حينئذ - مديراً للمصرف منذ عام 1983 وحقق نتائج هائلة، حيث زادت الأرباح وعائدات الملكية عن المعدل، واحتلت كفاءات التشغيل موقعاً بين المراتب الأعلى في البلاد، كما أنه أنشأ محفظة قروض ذات قاعدة صلبة أيضاً.

أعملَ بفت فكره بعد ذلك بالوقائع التي قد تعرّض الاستثمار للخطر وخرج باحتمالات ثلاثة، ثم راح يتصوّر أمر حدوثها، وهذا في الواقع تدريب على الاحتمالات.

الخطر المحتمل الأول هزة عنيفة قد تسبب «هلاكاً مُدمراً» ينصب على المتقربين؛ وكذلك على مقرضيهم، والثاني أشد خطراً: «تدمير العمل بشكل منظم أو بسبب فزع مالي شديد جداً يؤدي إلى أخطار في كل مؤسسة مثقلة بالديون بصرف النظر عن ذكاء إدارتها»، ولا يمكن غض البصر عن أي من الخطرين بشكل كامل بالطبع، لكن بفت توصل إلى ضعف احتمال حدوث أي من الخطرين، وذلك بناء على أفضل الأدلة.

والخطر الثالث الذي حظي باهتمام السوق في تلك الأيام هو أن قيّم العقارات في الغرب سوف تتعثر بسبب التوسع في عمليات البناء و «إيقاع خسائر كبيرة بالمصارف التي موّلت ذلك التوسع». <sup>8</sup> فما خطورة هذا الاحتمال؟

أغلب الظن لدى بفت أن انهياراً مؤثراً في قيّم العقارات لن يسبب مشكلة كبيرة لمصرف كبير مثل ويلز فارغو، وشرح ذلك بدايةً بقوله: «لنأخذ بعض الحسابات الرياضية». لقد علم أن ربح المصرف السنوي بلغ مليار دولار قبل الضرائب وبعد تخصيص مبلغ 300 مليون دولار وتسجيله بمنزلة نفقات وسطية لتغطية الخسارة الناجمة عن القروض، ووضع نسبة 10% من أصل أموال المصرف البالغة 48 مليار دولار بمنزلة قروض، وهذه النسبة ليست للقروض التجارية على العقارات فقط بل لتغطية جميع قروض المصرف التي واجه

مشكلات بشأنها عام 1991، وأدت إلى خسائر اشتملت أيضاً على فوائد بمعدل 30% على أصل القروض، وما زال المصرف بعد كل ماجرى قادراً على تحقيق نقطة التعادل.

توصل بفتٍ إلى أن احتمال حدوث هذا الأمر ضعيف، وحتى لو بلغ ربح المصرف صفرًا في ذلك العام ووصل فقط إلى نقطة التعادل فلن يتعرض إلى الفزع المذهل، وخلص إلى أن «سنة كهذه لن تفرعنا، لأننا نعدّها مجرد احتمال ضعيف»<sup>9</sup>.

تصاعدت حدة الانجذاب نحو ويلز فارغو حينما أصبح بفتٍ قادراً على شراء أسهم بحسم بلغ 50% على قيمتها، وقد أثمر رهانه، إذ وصل سعر سهم ويلز فارغو بحلول نهاية عام 1993 إلى 137 دولاراً، وهو يساوي ثلاثة أضعاف السعر الذي دفعه.

### عليك بالشراء بأسعار جذابة

التركيز على الأعمال التي يمكن فهمها، والتميّز باقتصاديات مستمرة تحت إدارة مديرين يُرَكِّزون اهتمامهم على المساهمين، أمر يمثل خصائص هامة على حدّ قول بفتٍ، لكنه وحده لن يكفل نجاح الاستثمار، ولهذا يجب عليه في المقام الأول أن يشتري بأسعار معقولة، وأن يكون أداء الشركة في المقام الثاني متوافقاً مع توقعاته الخاصة، وهذا أمر يصعب التحكم به، أما من حيث الأمر الأول - أي إن لم تكن الأسعار مُرضية - فليس أمامك إلا أن تُدبرَ عنها.

هدف بفتٍ الرئيس تحديد الأعمال التي تكسب وسطي الأرباح المنوه عنه أعلاه، ومن ثم شراؤها بأسعار أقل من القيمة المبيّنة. تعلّم بفتٍ من غراهام أهمية عدم شراء الأسهم إلا حين يكون الفرق بين سعرها وقيمتها يمثل هامش أمان. وهذا هو ديدنه حتى اليوم، بالرغم من التشجيع الذي يلقيه من شريكه تشارلي مُنغر Charlie Munger في رفع مدفوعاته بالشركات المتميّزة.

تظهر فرص الاستثمار العظيمة حينما تحيط بالشركات الممتازة  
ظروف غير عادية تؤدي إلى عدم تامين الأسهم بالشكل الصحيح.<sup>10</sup>

**وورن بفت، 1988**

يساعد مبدأ هامش الأمان بفت في ناحيتين؛ أولاهما أنه يؤمن له الحماية  
ضد خطر نزول الأسعار، فإذا حسب قيمة العمل بشكل يزيد قليلاً عن سعر  
السهم فيه عزف عن الشراء، ومنطق ذلك في أن ميل قيمة العمل الذاتية إلى  
الانخفاض قليلاً يؤدي في النهاية إلى هبوط في أسعار أسهمه، وربما يصل إلى  
أدنى من السعر الذي دفعه في السهم. أما حين يكون الهامش بين السعر والقيمة  
على درجة كافية من السعة فإن خطر تدني القيمة يتناقص، وإذا استطاع أن  
يشترى شركة بـ 75% من قيمتها الذاتية (أي بحسم قدره 25%) ثم انخفضت  
قيمتها بنسبة 10% ظلّ السعر الذي اشترى به يولّد عائداً وافياً.

### حالة عملية

**لارسون - جول 2001**

**LARSON - JUHL , 2001**

أنجز وورن بفت في أواخر عام 2001 صفقة ودية بالتراضي لشراء شركة  
لارسون - جول التي تباع بالجملة مواد إطارات الصور حسب الطلب وذلك  
لقاء 233 مليون دولار عدداً ونقداً، وقد تمثلت فيها أقصوصة بفت المفضلة؛

فهي شركة متينة، واقتصادياتها جيدة وإدارتها قوية وسمعتها في سوق صنعها ممتازة، إلا أنها مبرّت بظرف عصيب قصير الأمد أدى بأسعارها إلى أن تصبح جذابة.

تميز كريغ بونتسيو Craig Ponzio - صاحب الشركة بكاملها - بموهبة في التصميم وموهبة مماثلة في العمل، وعمل خلال دراسته في إحدى منشآت التصنيع العائدة لشركة لارسون بيكتشر فريم Larson Picture Frame، ثم انتهى به المطاف إلى شراء الشركة عام 1981، وبعد سبع سنين اشترى شركتها المنافسة - جول باسيفيك Pacific Juhl وأنشأ منهما الشركة المعروفة اليوم باسم لارسون جول Larson-Juhl - التي بلغت مبيعاتها السنوية ثلاثة ملايين دولار حين ابتاعها عام 1981، وتضاعفت إلى 300 مليون دولار عام 2001 .  
ذلك هو الأداء الذي يفتن لب بفت.

كذلك تعجبه هيكلية الشركة التشغيلية، فهي تصنع وتبيع المواد التي تستخدمها الدكاكين لتأطير الصور حسب الطلب بطرازات مزخرفة مصنعة من الخشب العاتم والزجاج وتشكيلة من المعدن. تعرض الدكاكين المحلية عينات من الطرازات المتنوعة المتوفرة، ولكنها لا تحتفظ بأي منها في مخزونها، بل تطلب الكمية والطراز وفق اختيار الزبون. وهنا تتألق شركة لارسون - جول القادرة على تلبية الطلب في زمن قياسي عن طريق ثلاث وعشرين منشأة في أنحاء الولايات المتحدة، ويتم التسليم في معظم الحالات في اليوم التالي.

لا تجد كثيراً من هذه الدكاكين راغبة بتغيير المورد الذي يتميز بهذا المستوى غير العادي من الخدمة بالرغم من الأسعار الأعلى. وهذا يعطي شركة لارسون - جول ميزة واضحة مستديمة على منافسيها يسميها بفت «الخدق».

وهناك ناحية تزيد من قوة «الخدق» تكمن في شهرتها الواسعة بتصنيع ألواح بالجملة. جرت العادة أن يطلب صاحب الدكان ألواحاً بقياس قدم واحدة، ثم يقصها حسب طلب الزبون، وإذا انشق اللوح أو ظهر فيه عيب عند قصه تعذر لصق زواياه بإحكام، وهنا مفخرة الشركة إذ أن ألواحها تمكّن من تصنيع الزوايا بإحكام، وهذه الشهرة بالجودة لم تجعلها الشركة الأكبر في صنعها فحسب، بل الأكثر احتراماً أيضاً.

تبيع الشركة آلاف تصاميم ورسمات الأطر لزبائن ينوف عددهم عن ثمانية عشر ألفاً، وهي أكبر الموردين في الولايات المتحدة، وتدير ثلاثاً وثلاثين منشأة في أوروبا وآسيا وأستراليا.

والخلاصة أن شركة لارسون - جول تتمتع بالخصائص التي يبحث عنها بفت، فعملها بسيط ومفهوم وتاريخها طويل راسخ متوال، إذ تم تأسيسها قبل مئة عام، ولها مستقبل يمكن التنبؤ به ويتميز بتطلعات مستقبلية مشجعة. كذلك فمن غير المحتمل أن يخبو - بسبب التكنولوجيا - القُ صناعة الأطر بمكوناتها من الواح وزجاج وخليقيات، وأن يندثر طلب الزبون تأسير اللوحات الفنية.

لكن اهتمام بفت ظهر في هذا الوقت على وجه الخصوص بفعل الفرصة السانحة لشراء الشركة بسعر جذاب بسبب تدهور ربحيتها الذي يراه مجرد حالة عارضة.

في السنة المالية 2001 ( المنتهية في آب / أغسطس ) بلغت مبيعات لارسون - جول الصافية ٣١٤ مليون دولار، والنقد المتولد عن عملياتها 30,8 مليوناً، وهو أقل من الأعوام السابقة حيث بلغت المبيعات 361 مليوناً والنقد 39,1 مليوناً عام 2000، والمبيعات 386 مليوناً عام 1999 . ويمكننا أن نتصور بصورة جيدة التحليل المالي الذي أجراه بفت للشركة من خلال معرفتنا بأسلوبه العام في حساب القيمة. فإذا استخدمنا معدل حسم أرباح السهم القياسي الذي يستعمله والبالغ 10% وعدلناه بوسطي النمو المنطقي البالغ 3% بلغت قيمة الشركة 440 مليون دولار عام 2001 ( 30,8 مليوناً مقسومة على {10-3%} )، وعليه فإن الشراء بمبلغ 223 مليون دولار يمثل قيمة جيدة جداً، كما أن بفت مقتنع بسلامة اقتصادياتها، وأن الأرقام المتدنية هي مجرد استجابة مؤقتة لوضعها الاقتصادي المتعثر في ذلك الحين.

اتصلت شركة لارسون - جول بشركة بيركشير - كما هي الحال في غالب الأحيان - وليس العكس، ويصف بفت المحادثة بقوله: «رغم أنني لم اسمع باسم لارسون - جول قبل مهاضة كريغ، لكن محادثة قصيرة معه جعلتني أفكر بأننا يمكن أن نبرم صفقة. كان أميناً في وصف الشركة ومهماً بالشاري وقد طرح سعراً واقعياً. وبعد يومين حضر كريغ ومديره التنفيذي ستيف ماكينزي Steve McKenzie إلى أوماها Omaha وتم التوصل إلى اتفاق خلال تسعين دقيقة»<sup>12</sup> واستغرقت كامل العملية بين الاتصال الأول وتوقيع العقد 12 يوماً فقط.

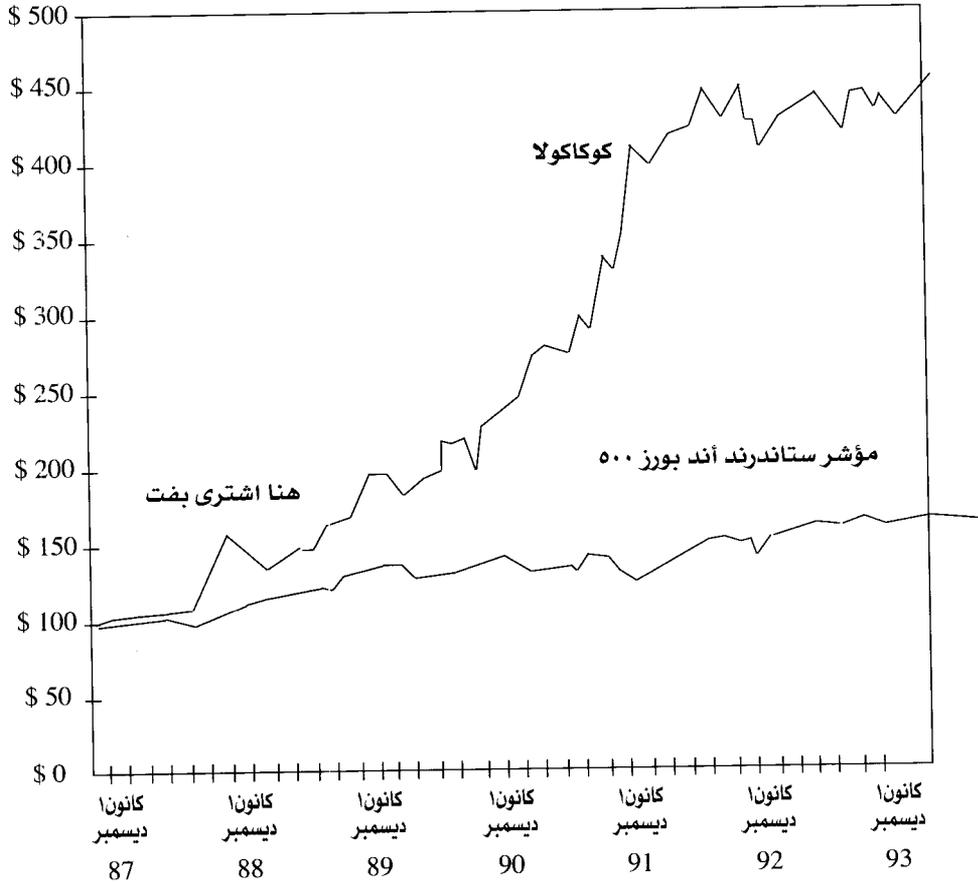
كذلك فإن هامش الأمان يوفر فرصاً لعوائد جزيلة على الأسهم، وإذا حدّد بفت شركة تعطي العوائد المذكورة أعلاه آلت قيمة السهم فيها على المدى الطويل إلى التصاعد، وإذا حققت شركة ربحاً متواتراً قدره 15% على حقوق المساهمين زادت قيمة سهمها في السنة بأكثر من سهم شركة تحقق 10%، وإذا تمكن بفت من شراء العمل المطروح في السوق باستخدام هامش الأمان بحسم جيد على قيمته الذاتية، كسبت شركة بيركشير مكافأة أكبر حين تقوم السوق بتصحيح سعر هذا العمل. يقول بفت: «السوق كالربّ تساعد الذين يساعدون أنفسهم، ولكنها تختلف عنه في أنها لاتغفر لمن يجهلون مايعملون».<sup>11</sup>

### شركة كوكا كولا

منذ أن تسلم روبرتو غويزوينا Roberto Goizueta زمام أمور شركة كوكا كولا عام 1980 أضحى سعر سهمها يتزايد باضطراد كل سنة، وفي السنوات الخمس التي سبقت شراء بفت أول أسهمه فيها بلغ معدّل تزايد سعر سهمها السنوي 18%، وتصاعد بشكل جيد جداً حيث تعذر على بفت شراء أي من أسهمها بسعر منخفض متعثر، ومع ذلك فقد ثابر على دفع السعر الأعلى، إذ ليست ثمة علاقة بين السعر والقيمة- كما يذكّرنا.

في حزيران / يونيو 1988 بلغ سعر سهم كوكا كولا عشرة دولارات (مقسماً - معدلاً)، وعلى امتداد الأشهر العشرة التالية استحوذ بفت على 93,400,000 سهم بسعر وسطي قدره 10,96 دولاراً - يعادل خمسة عشر ضعفاً من الأرباح واتني عشر ضعفاً من التدفق النقدي، وخمسة أضعاف القيمة الدفترية، مدفوعاً إلى ذلك بالمستوى غير العادي لشهرة الشركة الاقتصادية، ولاعتقاده أن قيمتها الذاتية أعلى بكثير.

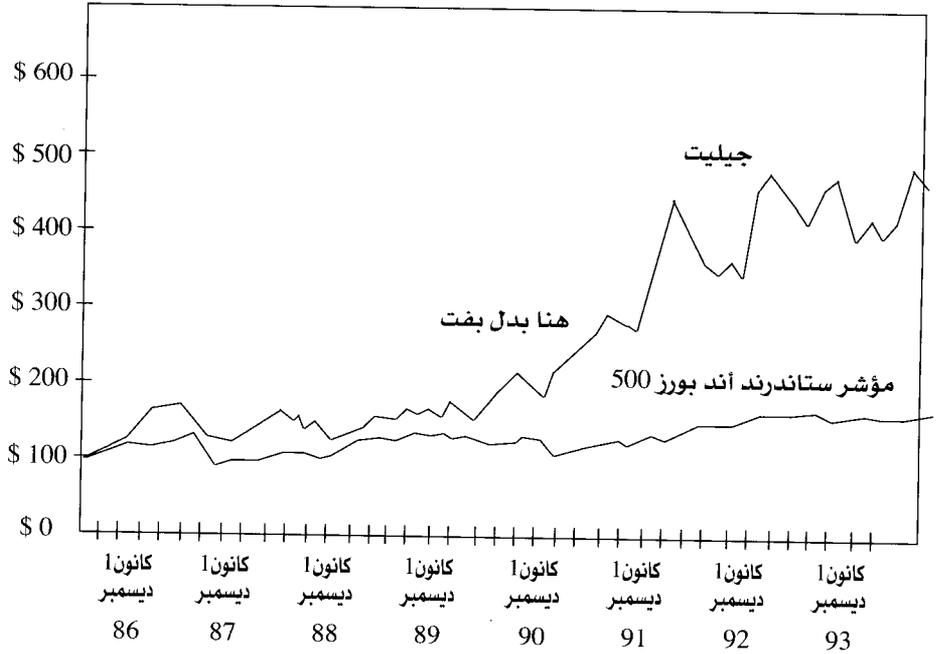
حين اشترى بفت أسهم شركة كوكا كولا وصل متوسط قيمتها السوقية عامي 1988 و1989 إلى 15,1 مليار دولار، لكنه مقتنع بأن قيمتها الذاتية أعلى - إذ تبلغ 20 مليار دولار (بفرض معدل نمو قدره 5%)، و 32 ملياراً (بفرض معدل



الشكل 1-8: قيمة سهم شركة كوكا كولا مقارنة بمؤشر ستاندرند أند بورز 500 (معبراً من مئة دولار في تاريخ الابداء)

نمو قدره 10%)، و 38 ملياراً (بمعدل نمو قدره 12%)، وربما 48 ملياراً (بمعدل نمو قدره 15%). ولذلك فإن هامش الأمان عنده - أي نسبة الحسم إلى القيمة الذاتية- يمكن أن يصل إلى 27% بتحفظ أو يرتفع فيبلغ 70%، ولم تتغير قناعاته بالشركة في الوقت نفسه؛ إذ راحت تتصاعد إمكانات تغلب سعر السهم على المعدل الموضوع من قبل السوق، وترتفع أكثر فأكثر ( انظر الشكل 1-8).

فماذا فعل بفت إذن؟ اشترت شركة بيركشير هاثاوييه بين عامي 1988 و 1989 أسهماً بأكثر من مليار سهم في شركة كوكا كولا شكلت 35% من محفظة أسهم بيركشير، وهي بمنزلة نقلة جريئة، حيث كان بفت يعمل وفق أحد مبادئه الإرشادية: عليك بطرح رهان كبير حينما ترتفع إمكانات النجاح.



الشكل 8-2: قيمة سهم شركة جيليت مقارنة بمؤشر ستاندرند أند بورز 500 (معبراً من مئة دولار في تاريخ الابداء)

## شركة جيليت

بلغ متوسط ربح سهم شركة جيليت 27% بين عامي 1984 و 1990، وقد كسب سهمها 48% عام 1989 وارتفع سعره بنسبة 28% عام 1990، وذلك قبل أن تحوّل شركة بيركشير أسهمها الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بعام واحد (انظر الشكل 8-2). وفي شباط / فبراير 1991 وصل سعر السهم إلى 73 دولاراً (قبل التقسيم) ثم سجل ارتفاعاً قياسيًّا. وفي ذلك الحين بلغ عدد أسهم جيليت القائمة 97 مليوناً، وازداد العدد إلى 109 ملايين حين حوّلت بيركشير أسهمها، وبلغت قيمتها في سوق الأوراق المالية 8,03 مليار دولار.

واعتماداً على فرضياتك الخاصة بنمو شركة جيليت، وحين تم التحويل كان سعرها في السوق محسوماً بنسبة قدرها 50% من القيمة (حيث النمو 15% في أرباح المالكين)، أو 37% (حيث النمو 12%)، أو 25% (حيث النمو 10%).

### شركة واشنطن بوست

تبين أكثر حسابات القيمة تحفظاً أن بفت اشترى شركة واشنطن بوست بسعر لايزيد عن نصف قيمتها الذاتية، وهو يؤكد على أنه اشتراها بسعر يقل عن قيمتها بمقدار الربع، وفي كلا الحالتين أوفى بفت بفرضية بن غراهام Ben Graham في أن الشراء بحسم يوئد هامش أمان.

### شركة ذ بامبرد تشيف

يقال إن بفت اشترى غالبية أسهم الشركة لقاء مبلغ تراوح بين 800 - 900 ألف دولار، وهذا يعني - إذا اعتبرنا أن هوامش ما قبل الضريبة تعادل 20 - 25% - أن شراءها قد تم بنسبة تعادل 4,3 - 5 أضعاف دخلها قبل الضرائب، و 6,5 - 7,5 أضعاف دخلها الصافي، وذلك على فرض أن جميع الأرباح خاضعة للضريبة.

### حالة عملية

#### فرت أوف ذ لوم ، 2002

#### FRUIT OF THE LOOM, 2002

تقدمت شركة بيركشير عام 2001 بعرض لشراء قسم الملابس من شركة فرت أوف ذ لوم (وهو جوهر عملها) بمبلغ 835 مليون دولار عدداً ونقداً حين كانت تعمل عام 2001 تحت إشراف محكمة التفليسة، وكان جزء من اتفاق تفليستها يتطلب طرحها بالمزاد العلني لقاء عروض متنافسة، وفي كانون الثاني/ يناير 2002 أعلنت المحكمة أن شركة بيركشير هي العارض الفائز، على أن تذهب إيرادات البيع إلى الدائنين.

حين تقدمت شركة بيركشير بعرض الشراء كانت شركة فرت أوف ذ لوم تروح تحت أعباء ديون بلغ مجموعها 1,6 مليار دولار؛ منها 1,2 مليار إلى أصحاب ديون ممتازة بضمانات و 400 مليون لحاملي

السندات دون ضمانات، وقضى الاتفاق بأن يتلقى أصحاب الضمانات 73 سنتاً عن كل دولار من ديونهم وينال من لاضمانات لديهم عشرة سنتات.

بلغت قيمة أصول الشركة 2,35 مليار دولار قبيل إشهار التفليسة عام 1999 ثم خسرت أموالها خلال مرحلة إعادة هيكلتها، وهبطت قيمة أصولها إلى 2,02 مليار دولار بدءاً من 31 تشرين الأول / أكتوبر 2000 . وعليه - وبعبارة بسيطة - فإن بفت اشترى شركة تمتلك أصولاً ملياري دولار بمبلغ 853 مليون دولار استخدمت لتسديد الديون المستحقة البالغة 1,6 مليار دولار.

لكن ذلك انطوى على ضربة معلّم، فبعد أن أفلست شركة فرّت أوف ذّ لوم بوقت قصير اشترت شركة بيركشير ديونها ( المؤلفة من سندات وقروض مصرفية) بحوالي نصف قيمتها الاسمية، وقد استمر دفع الفوائد على الديون الممتازة خلال مدة التفليسة مما أكسب شركة بيركشير عائداً بلغ حوالي 15%، والنتيجة أن بفت اشترى شركة مدينة له بالمال، وهاهي ذي تعيده إليه. وقد شرح ذلك فقال: «ارتفعت مقتنياتنا من الأوراق المالية بنسبة 10% من ديون شركة فرّت أوف ذّ لوم الممتازة، وربما ينتهي بها المطاف إلى العودة علينا بحوالي 70% من قيمتها الاسمية، وقد خفضنا السعر الذي اشترينا به كامل الشركة بمبلغ بسيط وبصورة غير مباشرة من خلال هذا الاستثمار<sup>13</sup>.

وورن بفت هو واحد من القلائل الذين يستطيعون الإشارة بعبارة «مبلغ بسيط» إلى مبلغ 105 ملايين دولار، ولكن صافي مبلغ الشراء في حقيقته - وبعد أخذ دفعات الفائدة المذكورة بالحسبان - كان 730 مليون دولار فقط.

خلال دراسة عرض شركة بيركشير من قبل محكمة التفليسة طرَح أحد محرري صحيفة أوماها وورلد - هيرالد *Omaha World-Herald* سؤالاً حول الصفقة على ترافيز باسكافيس Travis Pascavis أحد المحللين الماليين في مورنينغستار Morningstar، فأجاب: إن الشركات المماثلة لشركة فرّت أوف ذّ لوم تباع عادة بقيمتها الدفترية، وهي تبلغ في حالتها الراهنة 1,4 مليار دولار، وعليه فإن شركة بيركشير حصلت عليها بسعر مناسب جداً عندما عرضت مبلغ 835 ( هو في النهاية 730 ) مليون دولار.<sup>14</sup>

وما من شك في أن الشركة بيعت بحسم هام إذا أخذنا في الحسبان نمواً في الإيرادات قدره 25% أو يزيد، ودخلاً صافياً يُحوَّل إلى نقد يتراوح بين أي جزء من الأرباح ليصل إلى أضعاف هذه الأرباح وكذلك العائد الكبير جداً على رأس المال.

### شركة كليتون هومز Clayton Homes

لم يكن شراء شركة كليتون هومز من قبل شركة بيركشير عملية سهلة لأن معركة قانونية نشبت بعدها بشأن سعر البيع.

ذلك أن عرض بفت المقدم بشأنها في نيسان / أبريل 2003 كان بسعر 12,50 دولاراً للسهم الواحد وهو يقع في النهاية الدنيا من السعر الذي وضعه المصرف قبل شهر واحد وتراوح بين 11,49 و 15,85 دولاراً، وقد أفادت إدارة الشركة إن الصفقة عادلة في ضوء هبوط الأسعار المفاجئ في السوق حينذاك، لكن مساهميتها شنوا معركة في المحاكم قائلين إن عرض بيركشير يقل كثيراً عن سعر أسهمها الواقعي، وقال جيمس ج. دور James J. Dorr المستشار العام في شركة أوربيس إنفستمنت مانجمنت المحدودة Orbis Investment Management Ltd التي صوتت إلى جانب معارضة الصفقة بموجب حصتها البالغة 5,4% من الأسهم: «الحقيقة أن وورن بفت - الذي أراد أن يشتري منكم - هو من يجب عليه أن يخبركم أنه كان ينبغي عليكم ألا تبيعوه؛ على الأقل بهذا السعر»<sup>15</sup> وربما يعدُّ هذا القول بحد ذاته عن مستثمر للأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية تحية كبيرة جداً له.

دافع وورن بفت عن عرضه، وكتب حينما أدلى المساهمون بأصواتهم: «إن صناعة البيوت الجاهزة كانت في وضع سيء، ولسوف تستمر الشركات من أمثال شركة كليتون في مواجهة ظروف صعبة عند بحثها عن التمويل، ذلك أن الأخيرة بحاجة إلى تمويل سنوي قدره مليار دولار، وتواجه أيضاً مبيعات متهاوية».

من الواضح أن مجلس إدارتها وافق، لكن بفتٍ - دلالة على التزامه تجاهها - أضاف أنه مؤلها بمبلغ قدره 360 مليون دولار منذ أن تقدم بعرضه،<sup>16</sup> وفي النهاية ربح بفتٍ وإدارة الشركة القضية ضد المساهمين بفارق بسيط جداً.

### الجمع بين كل ما سبق

قال وورن بفتٍ مراراً: إن الاستثمار في الأسهم بسيط بحد ذاته، إذ عليك أن تجد شركات يقوم على إدارتها أكفاء وأمناء وتباع بأقل مما تساوي في حقيقتها. وما من شك في أن الكثيرين ممن سمعوا وقرؤوا هذا القول على مرّ السنين ظنوا أنه «بسيط حقاً لو كنت أنت وورن بفتٍ، لكنه ليس بهذه السهولة بالنسبة إلي.»

القولان صحيحان، لأن إيجاد هذه الشركات الكبرى يتطلب وقتاً وجهداً، وما ذلك بالأمر السهل، لكن الخطوة التالية - أي تحديد ما تساويه حقيقة بعد تنزيل المطالب والأعباء كي تتمكن من معرفة مدى مصداقية السعر - أمر بسيط يشتمل على الفوص في المتغيرات الصائبة، وهنا المجال الذي تؤدي لك فيه مذاهب الاستثمار الموصوفة في هذه الفصول خدمة حسنة:

● مذاهب العمل تستبقي انتباهك مُركّزاً على الشركات التي يمكن التنبؤ بمقدّراتها بصورة نسبية، فإذا التزمت بالشركات ذات الماضي التشغيلي الراسخ المتوالي والتطلعات المستقبلية المُشجّعة التي تنتج أساساً المنتجات نفسها للأسواق ذاتها استطعت أن تشكل صورة لما ستقوم به هذه الشركات في مستقبل أيامها، وينطبق هذا الأمر حينما تركز على الأعمال التي تفهمها، وإلا عجزت عن تفسير الأثر التي تحدّثه التطورات الجديدة.

● مذاهب الإدارة تستبقي انتباهك مُركّزاً على الشركات التي تدار بصورة جيدة، إذ يمكن للمديرين الجيدين أن يصنعوا الأعاجيب في نجاح الشركة في مستقبل أيامها.

- مذاهب العمل والإدارة معاً توفر لك إحساساً طيباً بأرباح الشركة الخبيئة في مستقبل أيامها.
  - المذاهب المالية تكشف لك النقاب عن الأرقام التي تحتاج إليها لتحديد قيمة الشركة الحقيقية.
  - مذهبا استثمار القيمة يأخذان بيدك عبر الرياضيات الضرورية للخروج بجواب نهائي على السؤال التالي: هل هذه عملية شراء جيدة بناء على كل ما تعلمته؟
- إن لذهبي استثمار القيمة أثراً حاسماً، ولكن ينبغي ألا يُساورك القلق إن لم تكن قادراً على التصدي للمذاهب العشر الأخرى بصورة كاملة، وإياك أن تقف مكتوف الأيدي أمام الكثير من المعلومات، بل عليك أن تبذل كل جهد ممكن وتتطلق وتمضي قدماً إلى الأمام.

