

الفصل السادس عشر

تقدير دور الحظ

من وقت إلى آخر، يُقدم شخص ما على رهان مرتفع المخاطر على نتيجة غير مرجحة أو غير مؤكدة، لكنّه يبدو في النهاية عبثياً عندما يفوز. علينا إدراك أنّ هذا يحدث بفضل الحظ والجرأة لا بفضل المهارة.

ليس عالم الاستثمار مكاناً منظماً منطقيًا، حيث يمكن التنبؤ بالمستقبل، وحيث تؤدي أفعال محدّدة إلى نتائج محدّدة دائماً. والحقيقة هي أنّ الحظ هو ما يحكم أكثر ما يجري في عالم الاستثمار. قد يفضّل البعض تسمية ذلك «مصادفة» "Chance" أو «عشوائية» "Randomness"، وقد تبدو هذه الكلمات أكثر عمقاً من كلمة «حظ». لكنّ الأمر واحد في الحالتين: يعتمد قدر كبير من نجاح أي أمر نفعله، اعتماداً كبيراً على «تدحرج النرد».

وبهدف دراسة مفهوم الحظ على نحو وافي، أودّ في هذا الفصل أن أعرض بعض الأفكار التي عبّر عنها نسيمة نيكولاس طالب في كتابه «مخدوعون بالعشوائية» "Fooled By Randomness". لقد كان جزء من هذه الأفكار التي أعرضها هنا، يجول في خاطري قبل قراءتي هذا الكتاب، لكنّ كتاب طالب يضعها كلّها على نحو منظّم واضح، ويضيف عليها أيضاً. وأنا أعدّ هذا الكتاب من أهم الكتب التي يتعيّن على كل مستثمر قراءتها. عندما كتبت مذكرة في عام 2000م، بعنوان «الإيرادات وكيف تتخذ تلك الوجهة»، أدرجت فيها عدداً من المقاطع التي استعرتها من كتاب «مخدوعون بالعشوائية»، وهي واردة هنا بخط مائل.

تلعب العشوائية (أو الحظ) دوراً كبيراً في نتائج الحياة. ويجب النظر إلى النتائج التي تتعلّق بأحداث عشوائية، بصورة مختلفة عن طريقة النظر إلى النتائج التي لا تتعلّق بالأحداث العشوائية. لذا، فإنّنا عندما نتساءل إن كان سجل هذا المستثمر أو ذاك، سيتكرّر على الأرجح، يكون من المهم كثيراً أن نفكر في دور العشوائية التي حققتها نتائج ذلك الشخص، وأن نتساءل إن كانت نتائج أدائه ناجمة عن مهاراته، أم عن مجرد كونه محظوظاً.

إنّ قيمة 10 ملايين دولار يكسبها المرء عبر لعبة الروليت الروسية، لا تساوي قيمة 10 ملايين دولار يكسبها المرء من الممارسة الماهرة المتأنية لطب الأسنان. إنّه المبلغ نفسه، ويستطيع

أن يشتري السلع نفسها، لكنَّ الأول جاء بالاعتماد على العشوائية أكثر من الثاني بكثير. ومع ذلك فإنَّ المبلغين بيدوان في عين المحاسب متعادلين تمامًا... لكنني، لا أستطيع إلاَّ عدَّهما مختلفين نوعياً.

يجب النظر إلى كل سجل استثماري في ضوء النتائج الأخرى - هي ما يدعوه طالب «التواريخ البديلة» - التي كان يمكن أن تحدث بسهولة حدوث «التواريخ التي رأيناها» نفسها.

من الواضح أن طريقي في الحكم على الأمور طريقة احتمالية من حيث طبيعتها، وهي تعتمد على مفهوم «ما كان من المحتمل أن يحدث»... وعندما نسمع عن عظماء الجنرالات والمخترعين في التاريخ، فإننا نسمع بهم لأنهم قبلوا الإقدام على مخاطر غير قليلة، مثلما قبل آلاف من الناس غيرهم، لكنهم فازوا. لقد كانوا أذكىء شجعاناً نبلاءً (أحياناً)، وحازوا أعلى مستويات الثقافة والتعليم في زمانهم، لكنَّ هذا يصح أيضاً على آلاف غيرهم ممن ظلَّوا يعيشون في هامش التاريخ. من وقت إلى آخر، يُقدم أحد الأشخاص على رهان مرتفع المخاطر، وعلى نتيجة ضعيفة الاحتمال أو غير مؤكدة، لكنَّه يبدو في النهاية عبقرياً. علينا إدراك أنَّ هذا يحدث بفعل الحظ والجرأة، لا بفعل المهارة.

لنفكر في مثال لاعب «طاولة الزهر»، الذي لا يمكن أن يفوز إلاَّ من خلال نجاحه في قذف حجرَي النرد ليأتيًا بالرقم 6 معاً، وذلك مع احتمال حدوث هذا النجاح مرَّة كل 36 رمية للحجرين. يقبل اللاعب هذا الرهان - وهو رهان مضاعف لأننا نتعامل مع حجرَي نرد لا مع حجر واحد - ثم يفوز! لعل رهانه كان رهاناً غير حكيم لكنَّه نجح، وهذا يجعل الناس يعدونه لاعباً لامعاً. يجب التفكير في مدى احتمالية أن تأتي نتيجة قذف حجرَي النرد رقمًا غير الرقم 6 لكل منهما، وبالتالي التفكير في مدى حظ اللاعب الذي فاز فعلاً. إنَّ هذا يقول الكثير عن احتمال فوز هذا اللاعب مرَّة أخرى... وعلى المدى القصير، يمكن لقدرة كبير من النجاح الاستثماري، أن ينتج عن مجرد كونك في المكان الصحيح في الوقت الصحيح. وأنا أقول دائماً إنَّ مفتاح الربح هو الروح الهجومية، والتوقيت، والمهارة. وأقول إنَّ من يتحلَّى بالروح الهجومية الكافية في الوقت الصحيح لا يعود محتاجاً إلى قدر كبير من المهارة.

في لحظة من لحظات السوق، من المرجَّح أن يكون أكثر المتعاملين ربخاً هم الذين أظهروا قدرة أكبر على التلاؤم والتماسك في الدورة الأخيرة. لكن هذا لا يحدث كثيراً مع أطباء الأسنان أو الرسامين؛ بسبب طبيعة العشوائية نفسها.

توجد طريقة سهلة لفهم رؤيتي هذه في فترات الازدهار، أي حيث تأتي العائدات الأكثر ارتفاعاً - في الغالب - إلى من يقبلون بأكثر قدر من المخاطر، لكن هذا لا يقول شيئاً على الإطلاق عن إمكانية أن يكون هؤلاء الأشخاص أفضل المستثمرين!

يصف وارن بوفيت في ملحق الطبعة الرابعة من «المستثمر الذكي» — «The Intelligent Investor» — «مباراة يشارك فيها الأمريكيون البالغ عددهم 225 مليوناً، بحيث يبدأ كل منهم بدولار واحد يقذفه في الهواء مرّة واحدة في اليوم. يفوز الأشخاص الذين كانت رميتهم موقّعة في اليوم الأول بدولار، من الأشخاص الذين جاءت رميتهم غير موقّعة، ثم يتكرّر الأمر في اليوم الثاني، وهكذا دواليك... بعد 10 أيام، نجد أن 220000 شخص قد نجحوا 10 مرّات متتالية، ففاز كل منهم بـ 1000 دولار. «قد يحاول هؤلاء أن يظهرُوا شيئاً من التواضع، لكنهم قد يقبلون في الحفلات الاعتراف أمام بعض الجدّابات من الجنس الآخر بماهية التكنيك الذي استخدموه، وبالعجائب التي أدخلوها على فن قذف قطعة النقود!» وبعد 10 أيام أخرى يكون لدينا 215 «باقياً» تمكّن كل منهم من قذف قطعة النقود بصورة صحيحة 20 مرّة متتالية ففاز بمليون دولار. سيؤلّف هؤلاء كتباً تحمل عناوين مثل: «كيف تمكّنت من تحويل دولار واحد إلى مليون دولار خلال 20 يوماً، عن طريق العمل 30 ثانية كل صباح!»، وقد يبيع تذاكر لحضور ندوات يقيمها: هل يبدو هذا الأمر مألوفاً لنا؟ فإنّ العشوائية تسهم إسهاماً كبيراً في بناء سجل الأداء الاستثماري (أو في هدمه)، إلى حد لا يدركه إدراكاً حقيقياً إلا القليل من الناس. ونتيجة لذلك، يجري التقليل كثيراً من المخاطر الكامنة في هذه الإستراتيجيات التي ظلت ناجحة إلى الآن.

ولعل الأسلوب الأفضل لتلخيص آراء نسيم نيكولاس طالب، هو استعارة جدول ورد في كتابه. إنّه يصنّف في العمود الأول عدداً من الأمور التي يمكن بسهولة أن يجري الخلط بين كل منها، وما يقابله في العمود الثاني.

المهارة	الحظ
اليقينية	العشوائية
الاحتمالية	الاحتمالية
المعرفة، التأكّد	الإيمان، التخمين
الواقع	النظرية
السببية والقانون	الحكايات والمصادفات
تفوّق الأداء في السوق	أن يكون المرء من «الناجين»
المستثمر الماهر	الأحمق المحظوظ

اعتقد أنّ هذين العمودين يعبران عن ذكاء لامع فعلاً. نعرف جميعاً أنّه عندما تسير الأمور سيراً طيباً؛ فإنّ الحظ يبدو شبيهاً بالمهارة. وتبدو المصادفة شبيهاً بالعلاقة السببية. يبدو «الأحمق المحظوظ» شبيهاً بالمستثمر الماهر. ومن الطبيعي أنّ معرفتنا بهذا الأثر الذي يمكن أن تسببه ظاهرة العشوائية، لن يفيدنا كثيراً في تسهيل التمييز بين المستثمرين المحظوظين والمستثمرين الماهرين فعلاً. لكن علينا مواصلة المحاولة.

أجد أنّي أتفق من حيث الأساس مع كل ما ورد لدى نسيم طالب من نقاط مهمّة:

- يكون المستثمرون مصيبين (ومخطئين) طيلة الوقت، وذلك «لأسباب خطأ». يشتري شخص سهماً؛ لأنه يتوقع حدوث تطورات معينة، لكن هذه التطورات لا تحدث. يرتفع سعر السهم في السوق لأسباب أخرى؛ فيبدو المستثمر جيداً (ومن المؤكد أنه سيقبل الثناء في هذه الحالة).
- لا يمكن الحكم على صحة أي قرار من نتائجه. لكنّ الواقع هو أنّ الناس يحكمون عليه من خلالها دائماً. القرار الجيد هو القرار الأمثل لحظة اتّخاذ، أي عندما يكون المستقبل غير معروف. لذا، فإنّ القرارات غير الصحيحة تكون غير ناجحة في أغلب الأحيان، والعكس بالعكس.
- يمكن للعشوائية وحدها، أن تنتج أيّة نتيجة تقريباً على المدى القصير. وفي المحافظ الاستثمارية التي يسمح لها بأن تعكس حركات السوق، يمكن لهذه الحركات أن تلغي تماماً أثر مهارة مدير الاستثمار (أو أثر عدم مهارته). لكن من المؤكد أنّ حركات السوق، لا يمكن أن تُنسب إلى أي مدير استثمار (اللهم إلا إذا كان هو من يمسك بيده المفتاح السحري، لتوقيت حركات السوق فتصيب توقعاته على الدوام).
- لهذه الأسباب، يتلقّى المستثمرون غالباً ثناءً لا يستحقونه. يمكن أن تكون ضربة ناجحة واحدة كافية لتحقيق الشهرة، لكن من الواضح تماماً أنّ تلك الضربة يمكن أن تأتي بفعل العشوائية وحدها، وقلّة من هؤلاء (العابرة) تتمكّن من إصابة الهدف مرّتين متتاليتين.
- من هنا، فمن الأهمية بمكان أن تكون لدينا جملة كبيرة من المعطيات - بيانات عن سنوات كثيرة - قبل أن نصدر حكماً على قدرات أي مدير استثمار.

«الإيرادات وكيف تتخذ تلك الوجهة» 11 نوفمبر، 2002م

“Returns and How They Get That Way,” November 11, 2002



إنّ فكرة نسيم طالب عن «التواريخ البديلة» - الأمور الأخرى التي كان يمكن منطقيّاً أن تحدث - فكرة ساحرة، وهي فكرة شديدة الصلة بعالم الاستثمار.

يُقرّ أكثر الناس بما يحيط بالمستقبل من عدم اليقين، لكنهم يشعرون أنّ الماضي - على الأقل - أمر ثابت معروف. وبعد كل حساب، فإنّ الماضي هو ما أصبح تاريخاً، وهو مطلق لا يتغيّر. لكنّ طالب يشير إلى أنّ الأمور التي حدثت، ليست إلّا جزءاً بسيطاً من الأمور التي كان يمكن أن تحدث. ومن هنا، فإنّ حقيقة نجاح إستراتيجية معينة أو فعل معين - ضمن الظروف التي جاءت بعد ذلك - لا تثبت بالضرورة أنّ ذلك القرار الكامن خلف الفعل كان حكيماً.

لعل ما يجعل القرار ناجحاً في آخر الأمر، هو حدث لم يكن متوقعاً على الإطلاق، وكان مجرد ضربة من ضربات الحظ. في تلك الحالة، فإن ذلك القرار - ويقدر ما كان قراراً ناجحاً بالنتيجة - يمكن أن يكون قراراً غير حكيم في الأصل. وكان يمكن للتواريخ البديلة الأخرى التي لم تحدث، أن تثبت خطأ ذلك القرار لو أنها حدثت.

كم من التقدير يجب أن يتلقّى صاحب القرار الذي راهن على نتيجة مستبعدة إلى حد كبير، ثم حالفه الحظ؟ هذا سؤال جيّد يستحق دراسة متعمّقة.

من أول الأمور التي أتذكّرها بعد انتسابي إلى كلية وارتن عام 1963م، فكرة تقول إن جودة القرار لا تحدّد بنتائجه. إن الأحداث التي تأتي بعد ذلك، هي ما يجعل القرار ناجحاً أو غير ناجح. وتكون تلك الأحداث خارج نطاق عملية التوقع في أغلب الأحيان. لقد تعمّقت هذه الفكرة كثيراً في عقلي، عندما قرأت كتاب طالب. يشدّد الرجل على إمكانية حدوث مصادفات تؤدّي إلى مكافأة القرارات غير الحكيمية، معاقبة القرارات الحكيمية.

ما القرار الجيّد إذن؟ لنفترض أن شخصاً قرّر أن يبني منتجاً للتزلج على الثلوج في ولاية ميامي. وبعد 3 أشهر تأتي عاصفة صقيعية على جنوب فلوريدا، تتراكم فيها ثلوج بسماكة 3 أمتار. سيبدو ذلك المنتج ناجحاً جداً، ويدير أرباحاً ممتازة خلال الفصل الأول. فهل يعني هذا أن بناءه كان قراراً جيّداً؟ بالطبع لا!

القرار الجيّد هو القرار الذي يتّخذه شخص منطقي ذكي حسن الاطلاع، في ظل الشروط القائمة وقت القرار؛ أي قبل أن تصبح نتائج القرار معروفة. وفق هذا المعيار، فإن بناء المنتج في فلوريدا ليس إلا حماقة.

ومتلما هي الحال مع المخاطرة أو الخسارة، توجد أمور كثيرة يمكن أن يكون لها تأثير في صحّة القرار، لكن معرفتها، أو تحديدها تحديداً كمياً، بصورة مسبقة أمر غير ممكن. وحتى بعد الحدث، فمن الصعب أن يكون المرء واثقاً في التمييز بين من اتّخذوا قرارات جيّدة استناداً إلى تحليل متماسك، لكنهم عوقبوا بفعل تطوّرات «غريبة»، ومن استفادوا من اتّخاذ قرارات خطأ. لذا، من الصعب حقاً أن نعرف الشخص الذي اتّخذ القرار الأفضل. أمّا من ناحية أخرى، فإن العائدات التي تحدّدت في الماضي سهلة التقدير والتقييم، ما يجعل من السهل أن يعرف المرء الشخص الذي اتّخذ القرار، الذي تبين أنه الأكثر فائدة وربحية. يسهل الخلط بين الأمرين، لكن على المستثمر المتبصّر أن يكون شديد الإدراك لهذا الفرق.

وعلى المدى البعيد، فإننا لا نجد بديلاً منطقيًا عن الإيمان، بأن القرارات الجيدة ستؤدي إلى أرباح استثمارية. لكن علينا أن نتحلى بالبرودة وهدوء الأعصاب، إذا لم يحدث ذلك على المدى القصير.



بما أن المستثمرين المنتمين إلى مدرسة «أعرف»، ممن وصفناهم في الفصل الرابع عشر من هذا الكتاب، يشعرون بأن معرفة المستقبل أمر ممكن؛ فإنهم يقررون كيف يمكن أن يكون هذا المستقبل، وبينون محافظهم الاستثمارية المصممة من أجل زيادة العائدات إلى الحد الأقصى، في ظل ذلك السيناريو الذي يرونه مؤكدًا. وهم يهملون بقية الاحتمالات إلى حد كبير. أما الباحثون عن الحلول الفضلى من أتباع مدرسة «لا أعرف»، فهم يركّزون على بناء محافظ استثمارية يكون أداؤها جيدًا ضمن السيناريوهات، التي يعدونها أكثر احتمالاً، ولا يكون أداؤها سيئًا جدًا في بقية السيناريوهات.

يلجأ مستثمرو مدرسة «أعرف» إلى توقع «نتيجة النرد»، ثم يعززون نجاحهم إلى إحساسهم العميق بالمستقبل، ويلومون سوء الحظ، عندما لا تسير الأمور مثلما يتمنون. وعندما يكون هؤلاء مصيبين؛ فإن السؤال الواجب طرحه، هو: «هل كانوا قادرين على رؤية المستقبل فعلاً أم لا؟» بما أن منهجية أتباع مدرسة «لا أعرف» منهجية احتمالية؛ فإنهم يتركون النتائج في يد الله. وهذا يعني أن التقدير أو اللوم الذي يلقاه المستثمرون - على المدى القصير خاصة - يجب أن يكون محدودًا ضمن مجال يتناسب مع هذا الفهم.

تقسّم مدرسة «أعرف» أتباعها بصورة سريعة وواثقة إلى فائزين وخاسرين، استنادًا إلى رمية حجر نرد واحدة أو رميتين. أما مستثمرو مدرسة «لا أعرف»، فهم يدركون أنه من الواجب الحكم على مهاراتهم، من خلال عدد كبير من رميات أحجار النرد، وليس من خلال رمية واحدة (وأن تلك الرميات التي تحدث فعلاً، يمكن أن تكون قليلة في الواقع الحقيقي، وأن تكون متباعدة أيضًا). من هنا، فهم يقبلون احتمال أن ينتج منهجهم الحذر «الأمثل»، نتائج غير متميزة مدة من الزمن، لكنهم واثقون من أنهم - إن كانوا مستثمرين متميزين فعلاً - فإنهم سيثبتون تميزهم على المدى البعيد. إن الأرباح أو الخسائر على المدى القصير، يمكن أن تكون أمرًا مضرًا؛ لأنها ليست بالضرورة مؤشرًا إلى القدرة الاستثمارية الحقيقية (أو إلى انعدام هذه القدرة).

ما العائدات الطيبة إلى حدّ مفاجئ - في أغلب الأحيان - إلاّ الوجه الآخر للعائدات السيئة على نحو مفاجئ. يمكن أن تؤديّ سنة واحدة من النتائج الطيبة، إلى زيادة التشديد على مهارة المدير الاستثماري، وإلى التعميم على المخاطر الكبيرة التي قبل بها. لكنّ الناس يصابون بالدهشة، عندما تأتي سنة فظيعة بعد تلك السنة الطيبة الأولى.

يخطئ المستثمرون غالباً سبيل الحقيقة القائلة: إنّ الخسائر أو الأرباح على المدى القصير، يمكن أن تكون أمرًا مضللًا، وينسون أهمية التعمق أكثر لفهم ما يكمن وراء تلك النتائج.

الأداء الاستثماري هو ما يحدث فعلاً مع المحفظة الاستثمارية مع توالي الأحداث. يهتم الناس كثيرًا بالأداء الناتج عن تلك الحركة، لكنّ الأسئلة التي يتعيّن عليهم طرحها فعلاً، فهي: هل كانت الأحداث التي حصلت (والاحتمالات الأخرى التي لم تحدث) واقعة فعلاً ضمن «معرفة» مديري الاستثمار هؤلاء؟ وكيف يمكن أن يكون هذا الاستثمار لو أنّ أحداثاً أخرى حدثت بدلاً من ذلك؟ تلك الأحداث الأخرى، هي ما يدعوه نيكولاس نسيم طالب «التواريخ البديلة».

«بيغويد» 7 ديسمبر، 2006م

“Beegweed,” December 7, 2006



إنّ أفكار طالب جديدة ومثيرة للتفكير حقاً. وما أن يدرك المرء مقدار التأثير الذي يمكن أن يكون للعشوائية في النتائج الاستثمارية، حتّى يبدأ النظر إلى كل شيء بطريقة مختلفة.

تستند أفعال مدرسة «أعرف»، إلى رؤية مستقبل وحيد قابل للمعرفة وللتحكّم بمجرياته. أمّا مدرسة «لا أعرف» التي أنتمي إليها، فهي تفكّر في أحداث المستقبل انطلاقاً من توزّع الاحتمالات، وهذا فارق كبير بين النظرتين. في الحالة الثانية، يمكن أن تكون لدينا فكرة من المرجّح كثيراً أن تتحقّق نتائجها، لكننا نعرف أيضاً بوجود احتمالات كثيرة أيضاً، وأنّ تلك الاحتمالات الأخرى، يمكن باجتماعها أن تكون لها احتمالية أكثر بكثير من احتمالية الفكرة التي عدناها أكثر احتمالاً. من الواضح أنّ نظرة طالب إلى العالم غير المؤكّد، أكثر انسجاماً بكثير مع نظرتي أنا. إنّ كل ما أفكر فيه وما أوصي به في ما يخصّ الاستثمار، ليس إلاّ ثمرة هذه المدرسة في التفكير:

- يجب أن ننفق وقتنا في محاولة العثور على القيمة ضمن ما هو قابل للمعرفة - القطاعات الاقتصادية والشركات والسندات والأسهم - بدلاً من إقامة قراراتنا على ما نتوقّعه من العالم الاقتصادي الكبير الأقل قابلية للمعرفة، وعلى أداء السوق بصورة عامّة.

- وبالنظر إلى أننا لا نعرف على وجه التحديد، ما يمكن أن يحمله المستقبل؛ فعلينا أن نجعل القيمة تقف في صفنا، من خلال امتلاك رأي متماسك مستنتج تحليلياً عن تلك القيمة، وكذلك من خلال الشراء بسعر منخفض عندما تسنح الفرصة لذلك.
- علينا أن نمارس الاستثمار الدفاعي؛ لأنه من الممكن أن تأتي نتائج كثيرة في غير صالحنا. إن محاولة ضمان البقاء في ظل أوضاع سلبية، أهم بكثير من ضمان العائدات القصوى في ظل أوضاع مواتية.
- كي نزيد حظوظنا في النجاح؛ يتعين علينا أن نركّز على التصرف بصورة معاكسة لتصرف الفريق، عند الحالات الحدية في السوق، وأن نكون هجوميين عندما تنخفض السوق، وحذرين أو دفاعيين عندما ترتفع.
- بالنظر إلى الطبيعة غير القابلة للتحديد في ما يخص النتائج، يتعين علينا أن ننظر في الإستراتيجيات ونتائجها - الجيدة والسيئة معاً - بتشكك، إلى أن تثبت نفسها من خلال عدد كبير من «المحاولات».

تأتي أمور كثيرة معاً بالنسبة إلى من يعدّون العالم مكاناً غير «مؤكد»: الاحترام الصحي للمخاطرة، وإدراك أننا لا نعرف ما يحمله المستقبل، وفهم أن أفضل ما نستطيع فعله هو النظر إلى المستقبل بصفته توزّعاً للاحتمالات، والقيام بالاستثمار تبعاً لذلك، والإصرار على الاستثمار الدفاعي، والتركيز على تجنب المزالق الخطيرة. هذا هو الاستثمار الفطن في رأبي.