

## الفصل التاسع عشر

### إضافة القيمة

يكون أداء المستثمر الذي يضيف قيمة أداءً غير متناسق. وتكون نسبة الأرباح السوقية التي يحددها أعلى من نسبة الخسائر التي يتكبدها... لا يمكن الاعتماد على شيء غير المهارة لإضافة القيمة في فترات السوق الطيبة، بحيث تتجاوز التكاليف التي تفرضها فترات السوق السيئة. هذا هو «عدم الانسجام الاستثماري» الذي نسعى وراءه.

ليس صعباً أن يكون الأداء منسجماً مع السوق من حيث المخاطر والعائدات. لكن «الحيلة»، هي أن يحقق المرء أداءً يفوق أداء السوق؛ أن يضيف قيمة. يستدعي هذا مهارات استثمارية متفوقة، وبصيرة متفوقة أيضاً. لقد شارف هذا الكتاب على الانتهاء. ونحن الآن، نكاد نجز دورة كاملة تعود بنا إلى الفصل الأول، حيث تحدثنا عن مفكّر المستوى الثاني، الذين يملكون مهارات استثنائية. تتلخص غاية هذا الفصل، في توضيح المقصود بإضافة القيمة من قبل المستثمرين المهرة. وكي نتوصل إلى ذلك، فإنني أعتزم طرح مصطلحين اثنين مأخوذين من عالم الاستثمار. الأول هو «بيتا»، وهو يقيس الحساسية النسبية للمحفظة الاستثمارية إزاء حركات السوق. والآخر فهو «ألفا»، وهو مصطلح يدلّ على المهارة الاستثمارية الشخصية، أو على القدرة على توليد أداء غير مرتبط بحركات السوق.



ومثلما ذكرت سابقاً، فمن السهل أن يحقق المرء «عائدات السوق». إنَّ من شأن صندوق سلبي يعمل وفق أحد المؤشّرات، أن يحقق تلك النتيجة من خلال حيازة كل الأسهم الواردة في واحد من مؤشّرات السوق، وذلك بما يتناسب مع عرض كل منها في تلك السوق. لذا، فإنَّ هذا الصندوق سيعكس خصائص المؤشّر المختار - مثلاً، احتمالات الربح في حالة الصعود، والمخاطرة في حالة الهبوط، و«بيتا» أو عدم الاستقرار، والنمو، وارتفاع الأسعار أو انخفاضها، والجودة أو انعدامها - وسيعطي العائدات التي يعطيها المؤشّر.

فلنقل إذن: إنَّ المستثمرين جميعاً لا يبدؤون انطلاقاً من «صفحة بيضاء»، بل من احتمال «تقليد» أحد المؤشّرات. يمكن لهؤلاء المستثمرين أن يستثمروا بصورة سلبية في كل سهم من الأسهم في المؤشّر المعني بالكمّية التي تشير بها السوق. وفي هذه الحالة سيكون أداؤهم مماثلاً لأداء ذلك المؤشّر. ويمكنهم أيضاً أن يحاولوا التّفوّق على أداء المؤشّر، من خلال اللجوء إلى الاستثمار الإيجابي بدلاً من الاستثمار السلبي.

إن لدى المستثمرين الإيجابيين عدداً من الخيارات المتاحة:

أولاً: يستطيعون أن يقرّروا جعل محافظهم الاستثمارية أكثر هجومية من المؤشّر أو أكثر دفاعية منه، وذلك إمّا على نحو دائم، أو في محاولة مؤقتة للاستفادة من تعرّجات السوق. فإذا اختار المستثمر وضعية الهجوم مثلاً؛ فإنّه يستطيع أن يزيد حساسية محافظته الاستثمارية إزاء السوق من خلال «زيادة وزن» الأسهم والأوراق المالية في المؤشّر المعتمد، التي تتقلّب عادة أكثر من غيرها، أو من خلال اللجوء إلى تمويل الاستثمار بالاقتراض.

سيؤدّي فعل هذه الأمور إلى زيادة مخاطرة «عدم الانسجام» في المحفظة؛ وهذا هو «بيتا». لكنّ النظرية تقول إنّ هذا الأمر، وإن كان يزيد عائدات المحفظة، فإنّ فرق العائدات مفسّر تماماً بزيادة المخاطر الناتجة عن عدم الانسجام. لذا، فإنّ فعل هذه الأمور لا يحسّن عائدات المحفظة الاستثمارية المصحّحة وفقاً للمخاطر).

ثانياً: يستطيع المستثمر أن يقرّر «الابتعاد» عن المؤشّر بهدف استغلال قدرته على التقاط الأسهم التي تعجبه؛ شراء مزيد من بعض الأسهم في المؤشّر، وتقليل وجود أسهم أخرى أو إلغاؤها، وإضافة بعض الأسهم التي هي ليست من المؤشّر أصلاً. عندما يفعل المستثمر ذلك، فهو يغيّر مقدار تعرّض محافظته الاستثمارية إلى أحداث بعينها تصيب شركات محدّدة، وبالتالي فهو يغيّر تعرّض محافظته إلى الآثار الناجمة عن تحركات الأسعار التي تصيب أسهماً بعينها، ولا تصيب المؤشّر كلّها. ومع «افتراق» أو ابتعاد تركيبة المحفظة الاستثمارية عن المؤشّر لأسباب «غير انسجامية»، فإنّ العائدات ستختلف أيضاً. لكن على المدى البعيد، فإنّ هذه «الافتراقات» ستضمحل ما لم يكن المستثمر متمتّعاً ببصيرة متفوّقة، وسيقترب أداؤها المصحّح وفق المخاطر من أداء المؤشّر في آخر الأمر.

أما المستثمرون الفاعلون الذين لا يملكون البصيرة المتفوّقة الموصوفة في الفصل الأول، فهم ليسوا أحسن حالاً من المستثمرين السلبيين، ولا يجوز توقّع أن يكون أداء محافظهم الاستثمارية

أفضل من أداء أي محفظة استثمارية سلبية. يمكنهم محاولة ذلك جاهدين، ويمكنهم أن يركّزوا على الهجوم أو على الدفاع، وأن يفعلوا ما يشاؤون، لكن أداؤهم المصحح وفقاً للمخاطر، لا يجوز توقع كونه أفضل من أداء المحافظ الاستثمارية السلبية. (بل يمكن أن يكون أسوأ منه، بفعل المخاطر الناجمة عن عدم الانسجام، وبفعل تكاليف التعاملات المالية غير الضرورية).

لا يعني هذا أن صعود مؤشر السوق بنسبة 15%، يؤدي إلى تمكّن كل مستثمر فاعل لا يضيف قيمة، من تحقيق عائدات بنسبة 15%. سيكون لدى هؤلاء المستثمرين محافظ استثمارية فاعلة مختلفة، وسيكون أداء بعضهم أفضل من البعض الآخر... لكنّه لا يكون أفضل بصورة متّسقة، أو بصورة يمكن الاعتماد عليها دائماً. وسيعكسون بمجموعهم تركيبة السوق على الرغم من أن كل واحد منهم لديه خصائصه التي تميّزه عن غيره.

من المنتظر مثلاً، أن يحقق المستثمر الهجومي الميال إلى المخاطر، ما يتجاوز المؤشر في الأوقات الطيبة، وأن يخسر أكثر من المؤشر في الأوقات السيئة. وهنا يأتي دور «بيتا». في النظرية، تعني كلمة «بيتا» التقلّب النسبي أو الاستجابة النسبية، من قبل عائدات المحفظة إلى عائدات السوق. عندما تكون قيمة «بيتا» لمحفظة استثمارية أكثر من 1، فمن المتوقع أن تكون هذه المحفظة أكثر تقلّباً من السوق المرجعية. أمّا عندما تكون «بيتا» أقل من 1، فهذا يعني أن المحفظة أقل تقلّباً من السوق المرجعية. فإذا ضربنا العائدات السوقية بقيمة «بيتا» نحصل على العائدات التي يُنتظر تحقيقها من قبل محفظة معيّنة. وهذا يعني أننا نعرف بهذه الطريقة مصدر المخاطرة الناجمة عن عدم الانسجام. إذا ارتفع السوق بنسبة 15%؛ فإنّ محفظة ذات بيتا 2.1 = يجب أن تدرّ 18% «زائداً أو ناقصاً مقدار ألفا».

تنظر النظرية إلى هذه المعلومات وتقول: إن زيادة العائدات تُفسّر بزيادة مقدار «بيتا»، أي بزيادة مخاطر عدم الانسجام. وهي تقول إنّ العائدات لا تزداد بصورة كفيّلة بالتعويض عن أية مخاطر، غير مخاطرة عدم الانسجام هذه. لماذا لا يحدث هذا؟ تقول النظرية إنّ المخاطر التي تقوم السوق بتعويض المستثمر عنها، هي المخاطرة «الأصلية» التي لا مهرب منها في الاستثمار: المخاطر المنهجية أو «غير القابلة للتنوع». أمّا بقية المخاطر فتأتي نتيجة قرارات بحيازة هذا السهم أو ذلك: إنّها مخاطر غير منهجية. وبما أنّ هذه المخاطر غير منهجية وقابلة للإلغاء من خلال تنويع الاستثمارات، فلماذا يجب تعويض المستثمر بعائدات إضافية، عندما يقبل أن يتحمّلها؟ إذن، وتبعاً للنظرية، فإنّ المعادلة التي تصف أداء المحفظة الاستثمارية ( $y$ ) هي:

$$y = \alpha + \beta x$$

في هذه المعادلة، يشير الرمز  $\alpha$  إلى «ألفا»، ويشير الرمز  $\beta$  إلى «بيتا»، بينما يشير الرمز  $x$  إلى العائدات السوقية. وتكون العائدات المرتبطة بالسوق الخاصة بكل محفظة استثمارية، مساوية لمقدار «بيتا» لهذه المحفظة مضروبًا بالعائدات السوقية، وأمّا قيمة «ألفا» (العائدات الناجمة عن المهارة) فتضاف إلى حاصل الضرب؛ كي نحصل على العائدات الإجمالية (بطبيعة الحال، تقول النظرية: لا وجود للمعامل ألفا، أي أنه يساوي الصفر دائماً). ومع أنني أرفض المماثلة بين المخاطرة والتقلّب، فإنني أصرّ على النظر إلى عائدات المحفظة الاستثمارية في ضوء مخاطرتها الإجمالية، مثلما ناقشناها في وقت سابق. إن مدير الاستثمار الذي يكسب 18% من محفظة ذات مخاطر، لا يكون بالضرورة متفوقًا على مدير آخر يكسب 15%، من خلال محفظة استثمارية ذات مخاطر أقل. يكمن المفتاح في العائدات المصحّحة وفقًا للمخاطر، وذلك على الرغم من أنني (لأننا لا نستطيع التوصل إلى تحديد كمي لمخاطر، غير مخاطرة التقلّب فحسب) أشعر بأنه من الأفضل أن نجري تقويمًا «حكميًا»، وليس تقويمًا مستندًا إلى حساب علمي.

وبطبيعة الحال، فإنني أرفض أيضًا الفكرة القائلة إن قيمة «ألفا» في المعادلة يجب أن تكون صفرًا. إن المهارات الاستثمارية أمر موجود فعلاً، حتى إن كانت غير متوافرة لدى المستثمرين جميعًا. من خلال التفكير في العائدات المصحّحة وفقًا للمخاطر - وفقط من خلال ذلك - يمكننا تحديد إذا كان المستثمر يملك بصيرة متفوّقة ومهارات استثمارية (أو ألفا) ... أي أننا نستطيع أن نعرف إن كان هذا المستثمر يضيف قيمة.

إن نموذج «ألفا/بيتا» طريقة ممتازة لتقدير المحافظ الاستثمارية، ومديريها، وإستراتيجيات الاستثمار، وبرامج توزيع الأصول. وهي في الحقيقة طريقة منمّمة للتفكير في مدى العائدات التي يمكن أن تأتي نتيجة البيئة الاستثمارية المحيطة، وفي مقدار العائدات التي تأتي نتيجة القيمة المضافة من قبل مدير الاستثمار.

على سبيل المثال، من الواضح أن هذا المدير لا يملك أية مهارات:

الفترة	العائدات المرجعية	عائدات المحفظة
1	10	10
2	6	6
3	0	0
4	-10	-10
5	20	20

وهذا المدير لا يملك مهارات أيضًا (الذي تعادل حركته نصف حركة نقطة القياس المرجعية):

الفترة	العائدات المرجعية	عائدات المحفظة
1	10	5
2	6	3
3	0	0
4	10 -	5 -
5	20	10

ولا هذا المدير (الذي بلغت حركته ضعفَي الحركة المرجعية):

الفترة	العائدات المرجعية	عائدات المحفظة
1	10	20
2	6	12
3	0	0
4	10 -	20 -
5	20	40

أمَّا هذا المدير، فلديه شيء من المهارة:

الفترة	العائدات المرجعية	عائدات المحفظة
1	10	11
2	6	8
3	0	1 -
4	10 -	9 -
5	20	21

وهذا مدير لديه قدر كبير من المهارة:

الفترة	العائدات المرجعية	عائدات المحفظة
1	10	12
2	6	10
3	0	3
4	10 -	2
5	20	30

نتظر أخيراً إلى هذا المدير، الذي يملك «طنناً» من المهارات، هذا إذا كنا قادرين على التعايش مع التقلب:

الفترة	العائدات المرجعية	عائدات المحفظة
1	10	25
2	6	20
3	0	5 -
4	10 -	20 -
5	20	25

ما يتّضح من هذه الجداول، هو أنّ «التنوّق على السوق» و«الاستثمار المتنوّق»، يمكن أن يكونا أمرين غير مترادفين على الإطلاق؛ انظر إلى السنتين الأولى والثانية في المثال الثالث. ليست عائدتك وحدها هي ما يهم هنا، ولكن المهم هو المخاطر التي تتحمّلها للحصول على هذه العائدات.

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

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



من المهم أن نتذكّر دائماً هذه الاعتبارات، عندما نقدّر مهارة المستثمر، وعندما نقارن سجل المستثمر الدفاعي بسجل المستثمر الهجومي. يمكن أن ندعو هذه العملية «تصحيح الأسلوب».

في سنة سيّئة، يخسر المستثمر الدفاعي أقل ممّا يخسر المستثمر الهجومي. فهل يضيف قيمة؟ ليس بالضرورة. وفي سنة طيّبة، يكسب المستثمر الهجومي أكثر ممّا يكسب المستثمر الدفاعي، فهل قام بعمل أفضل؟ قلّة من الناس من يستطيعون الإجابة بـ (نعم)، من دون طرح أسئلة إضافية قبل ذلك.

لا تكاد سنة استثمارية واحدة تقول شيئاً في ما يتعلّق بالمهارة، خاصّة عندما تكون النتائج منسجمة مع ما يمكن توقّعه استناداً إلى الأسلوب الذي يعتمده المستثمر. ولا يوجد معنى كبير في تحقيق المستثمر الذي يقبل المخاطر إيرادات عالية في سوق تشهد ارتفاعاً. ولا معنى كبير أيضاً في قدرة المستثمر المحافظ على تقليل الخسائر في حالة هبوط السوق. السؤال الحقيقي هو: كيف يكون أداء كل منهما على المدى البعيد، وفي مناسبات لا تتناسب مع الأسلوب المعتمد. إنّ هذه المصنوفة المؤلّفة من سطرين وعمودين تشرح القصة كلها:

المستثمر الدفاعي	المستثمر الهجومي	
لا يخسر كثيرًا عندما تكون السوق في حالة هبوط. لكنّه لا يربح كثيرًا عندما تصبّح السوق في حالة صعود.	يكسب الكثير عندما تكون السوق في حالة صعود، ويخسر الكثير عندما تكون السوق في حالة هبوط.	من دون مهارة
لا يخسر كثيرًا عندما تكون السوق في حالة هبوط. لكنّه يحقّق كمية طيّبة من الربح، عندما تكون السوق في حالة صعود.	يكسب الكثير عندما تكون السوق في حالة صعود. لكنّه لا يخسر بالمقدار نفسه، عندما تصبّح السوق في حالة هبوط.	بوجود مهارة

مفتاح هذه المصنوفة هو «الانسجام» أو «عدم الانسجام» في الأداء. إنّ المستثمر المفتقر إلى المهارة يكسب ما تكسبه السوق وما يمليه أسلوبه. ومن دون توافر المهارة، يتحرّك المستثمرون الهجوميون كثيرًا في الاتجاهين، أمّا المستثمرون الدفاعيون فيتحرّكون قليلاً في الاتجاهين. لا يقدّم هؤلاء المستثمرون أي شيء يتجاوز ما يحدّده الأسلوب الذي يختاره كل منهم. يكون أداء الواحد منهم طيبًا عندما تكون حالة السوق متوافقة مع أسلوبه، ويكون أداءه سيئًا عندما لا يتحقّق ذلك.

من ناحية أخرى، فإنّ أداء المستثمرين الذين يضيفون القيمة أداء «غير منسجم». وتكون نسبة ما يحقّقونه من أرباح سوقية مرتفعة مقارنة مع نسبة الخسائر التي يتعرّضون إليها. يكون أداء المستثمر الهجومي الماهر طيبًا في السوق الصاعدة، لكنّه لا يخسر كل ما ربحه عندما تتراجع السوق. يخسر المستثمر الدفاعي الماهر خسارة قليلة نسبيًا في السوق الهابطة، لكنّه يشارك مشاركة معقولة في السوق الصاعدة.

إنّ كل شيء في عالم الاستثمار يشبه شيئًا ذا حدّين، ويعمل بصورة «منسجمة»، وذلك باستثناء المهارات المتفوّقة. وحدها المهارة هي ما يمكن الاعتماد عليه؛ كي يضيف المرء في البيئات الطيّبة أكثر ممّا يتكبّده من تكاليف في البيئات السيئة. هذا هو «عدم الانسجام» الاستثماري المنشود بالنسبة إلينا. إنّ المهارة المتفوّقة هي الشرط الضروري من أجل تحقيقه.



إليك كيف أصف طموحات الأداء لدى شركة (أوكري): في أثناء السنوات الطيّبة في السوق، يكون أمرًا جيّدًا بما فيه الكفاية، أن يكتفي المرء بالمعدّل الوسطي. يكسب الجميع مالًا في السنوات الطيّبة. ولست أعرف إلى الآن أحدًا يستطيع أن يبيّن لي السبب الذي يوجب التفوّق على السوق، عندما يكون أداء السوق جيّدًا. لا! في السنوات الطيّبة يكون المعدّل المتوسط أمرًا جيّدًا بما فيه الكفاية.

لكن توجد أوقات نجد فيها أنه من المهم كثيراً أن تتفوق على السوق: إنها الأوقات أو السنوات السيئة. لا ينتظر عملاؤنا تحمل وطأة خسائر السوق كاملة عندما تحدث... ولا نتظر ذلك نحن أيضاً.

لذا، فإن هدفنا هو أن يكون أدائنا مثل أداء السوق عندما تكون في حالة طيبة، وأن يكون أدائنا أفضل من أداء السوق عندما يكون أدائها سيئاً. قد يبدو هذا هدفاً شديداً للتواضع للوهلة الأولى، لكنه هدف طموح تماماً في واقع الأمر. وكبي يستطيع المستثمر أن يواكب السوق عندما يكون أدائها جيداً؛ يجب أن تقوم محفظته الاستثمارية على مقدار جيد من «بيتا» ومن الترابط مع السوق. لكن، إذا استطعنا ضمان مساعدة «بيتا» والترابط مع السوق في أثناء صعود السوق، أفلا ينتظر أن يؤذينا ذلك عند هبوطها؟

إذا كنا قادرين - بصورة منسجمة مستمرة - على جعل هبوطنا أقل من هبوط السوق، وعلى جعل مشاركتنا كاملة عند صعود السوق، فإن هذا لا يمكن أن يحدث إلا نتيجة شيء واحد: إنه «ألفا»، أو المهارة.

هذا مثال على الاستثمار الذي يضيف قيمة. وإذا استمر هذا الوضع عدة عقود من السنين، فلا بد أنه ناجم عن مهارة استثمارية. يجب أن يكون «عدم الانسجام» هدفاً لكل مستثمر؛ إنه الأداء الذي يكون أفضل في حالة الصعود منه في حالة الهبوط، وذلك نسبة إلى ما يستطيع أسلوبك المعتمد في الاستثمار، أن يحققه من تلقاء نفسه.

## الفصل العشرون

### الجمع بين الأمور المذكورة كلها

إنّ الأساس الأفضل للنجاح الاستثماري - أو لسيرة مهنية ناجحة في عالم الاستثمار - هو القيمة. يجب أن تكون لديك فكرة جيّدة عن قيمة الشيء الذي تفكّر في شرائه. توجد مكوّنات كثيرة لهذا الأمر، وطرق كثيرة للنظر فيه. وإذا أردنا المبالغة في التبسيط نقول: يوجد نقود جاهزة في السجّلات، وقيمة متوافرة في الأصول الملموسة، وتوجد قدرة لدى الشركة أو الأصل على توليد النقود؛ إضافة إلى إمكانية أن تزداد هذه الجوانب كلّها.



كي تحقّق نتائج استثمارية متفوّقة؛ فمن الواجب أن تكون لديك بصيرة متفوّقة في ما يخصّ القيمة. هذا يعني أنّ عليك أن تعرف ما لا يعرفه الآخرون، وأن ترى الأمور بطريقة مختلفة، أو أن تقوم بتحليل المعلومات بصورة أفضل؛ ولعلّ الحالة المثالية هي أن تحقّق هذه الشروط الثلاثة معاً.



يجب أن تستند نظرتك إلى القيمة على أسس تحليلية متينة، وعلى وقائع متينة أيضاً. ويجب أن تتمسّك بنظرتك هذه تمسّكاً حقيقياً. عندها فقط ستعرف متى يتعيّن عليك أن تشتري، ومتى يتعيّن عليك أن تبيع. إنّ الإحساس القوي بالقيمة، هو وحده ما يوفّر لك الانضباط اللازم؛ كي تحصل على أرباح الأصل المبالغ في تسعيره، الذي يعتقد الجميع أنّ سعره سيستمر في الصعود من دون توقّف. وهذا يمنحك الشجاعة اللازمة للتمسّك بما لديك، والقبول بانخفاض سعره في أوقات الأزمات، حتّى عندما ينخفض السعر كل يوم. ومن الطبيعي أن تقديرك للقيمة يجب أن يكون صائباً؛ كي تنجح جهودك هذه، وتحقّق لك الأرباح.



إنّ العلاقة بين السعر والقيمة تحمل المفتاح الأهم إلى النجاح الاستثماري. وإنّ الشراء بأقل من القيمة، هو الدرب الأكثر ضماناً للوصول إلى الأرباح. أما القبول بدفع سعر يتجاوز القيمة، فنادرًا ما يؤدّي إلى النجاح.



ما الذي يجعل أصلاً من الأصول يُباع بأقل من قيمته؟ لا تتوافر فرص الشراء المتميزة إلا عندما تكون صورة الأصول المعنية في السوق أسوأ من واقعها. وبينما تكون الجودة أمراً ظاهراً من تلقاء ذاته، فإن الأمر يقتضي بصيرة حقيقية للتعرف إلى ما هو معروض بسعر بخس. لذا، فإنّ المستثمرين يخلطون غالباً بين المزايا الموضوعية والفرص الاستثمارية. وأمّا المستثمر المتميز فلا ينسى أبداً أنّ هدفه هو العثور على صفقات شراء جيّدة، وليس العثور على أصول جيّدة في حد ذاتها.



إضافة إلى زيادة الأرباح المحتملة، فإنّ الشراء عندما يكون السعر أقل من القيمة، يمثّل العنصر الجوهرى في الحدّ من المخاطر. لا يمكن أن تتحقّق هذه النتيجة من خلال دفع سعر زائد مقابل أسهم، في أصول تتمتع بنمو قوي، ولا من خلال المشاركة في اندفاع السوق «الحارّة».



تتأثر العلاقة بين السعر والقيمة تأثراً كبيراً بالعوامل النفسية والفنية، وهي قوى يمكن أن يفوق أثرها أثر الأساسيات على المدى القصير. إنّ التقلّبات الشديدة في الأسعار بسبب هذين العاملين، هي ما يوفّر الفرصة لتحقيق أرباح كبيرة أو لارتكاب أخطاء كبيرة. وكى نحصل على النتيجة الأولى بدلاً من النتيجة الثانية؛ علينا أن نتمسك بمفهوم القيمة، وأن نقاوم تأثير العوامل النفسية والفنية.



تتحرك الاقتصادات والأسواق في دورات صاعدة وهابطة. ومهما يكن اتّجاهها في اللحظة الراهنة؛ فإنّ أكثر الناس يعتقدون أنّها ستستمر في ذلك الاتجاه من دون توقّف. يمثّل هذا التفكير مصدر خطر كبير؛ لأنّه يسمّم الأسواق، ويدفع بالتقويمات إلى حدودها القصوى، ويُنشئ الفقاعات وحالات الذعر، التي تكون مقاومتها صعبة على أكثر المستثمرين.



وبالطريقة نفسها، فإنّ الحالة النفسية لـ «الفريق» العامل في الاستثمار، تتحرّك وفق نمط منظم شبيه بحركة البندول؛ من التفاؤل إلى التشاؤم، ومن سهولة التصديق إلى فرط التشكك، وكذلك من خشية خسارة الفرص إلى الخوف من خسارة المال، ومن التلهّف على الشراء إلى الاستعجال في البيع. إنّ تأرجح البندول يجعل هذا الفريق يندفع إلى الشراء بأسعار مرتفعة، وإلى البيع بأسعار منخفضة. لذا، فإنّ كونك جزءاً من الفريق، ليس إلاّ وصفة توصلك إلى الكارثة؛ بينما

مخالفة الفريق في حالات السوق الحديّة، يمكن أن تساعدك على تجنّب الخسائر، وأن توصلك إلى النجاح في آخر المطاف.



بصورة خاصّة؛ فإنّ الابتعاد عن المخاطرة - أي القبول بكمية المخاطر الملائمة التي تعدّ مكوّنًا أساسيًا في السوق العقلانية - شيء نادر أحيانًا ومتوافر بكثرة في أحيان أخرى. إنّ تقلّبات نفسية المستثمرين بهذا الصدد، تلعب دورًا مهمًّا في إيجاد فقاعات السوق وانهياراتها.



لا يجوز أبدًا أن يقلل المرء من أهميّة التأثيرات النفسية: الجشع والخوف وسهولة التصديق والانصياع والحسد والذات المتضخّمة والاستسلام، فكّلها أجزاء من طبيعة البشر. وقدرتها على حمل الإنسان على تصرفات معينة كبيرة، خاصّة عندما تكون في حالاتها الحديّة، وعندما تكون مشتركة بين أفراد الفريق. ستؤثّر هذه العوامل في الآخرين، والمستثمر الفطن سيشعر بوطأتها أيضًا. لا يجوز لأحد منا، أن يتوقّع في نفسه المناعة تجاه هذه العوامل، أو أن يتوقّع أن يكون معزولاً عنها. لكن، وعلى الرغم من أنّنا نحسّها، فعلينا عدم الاستسلام لها، بل من واجبنا أن ندرك وجودها وحجمها، ونقف في مواجهتها. يجب أن يتغلّب العقل على العاطفة.



في نهاية المطاف، تصل الميول أو التوجهات في معظمها، وسواء أكانت في اتجاه الصعود أم الهبوط إلى حدود مبالغ فيها، فتحقّق منفعة لمن يدركونها في وقت مبكر، لكنّها تجلب «العقوبات» إلى آخر من ينضمون إلى هذا الإدراك. هذا هو المنطق الكامن خلف الحكمة الاستثمارية الأولى بالنسبة إليّ: «ما يفعله الحكيم في البداية يفعله الأحمق في النهاية». إنّ القدرة على مقاومة الإفراطات أمر نادر؛ لكنّ هذه القدرة عنصر كبير الأهميّة لدى معظم المستثمرين الناجحين.



من المستحيل أن نعرف متى تبدأ السوق ذات «الحرارة» المفرطة في الانحدار، أو متى يمكن أن يتوقّف الانحدار ويبدأ تحسّن الأسعار. لكن، بما أنّنا لا نعرف أبدًا وجهتنا العامّة، فعلينا أن نعرف وضعنا الحالي. نستطيع أن نستنتج حالة السوق والنقطة التي بلغت في دورتها، وذلك من سلوك

الأشخاص الذين من حولنا. عندما يكون المستثمرون الآخرون غير قلقين؛ علينا أن نحترس. وعندما يصابون بالذعر؛ علينا أن نتقل إلى الهجوم.



لكن مخالفة الميل السائد، لا تؤدي إلى تحقيق الأرباح طيلة الوقت. إنَّ الفرص الممتازة للشراء والبيع، مرتبطة بالحالات الحدية للتمويم. وهذه الحالات لا تحدث كل يوم.



إننا مضطرون إلى البيع والشراء، عند نقاط من الدورة تكون أقل إغراءً؛ لأنَّ قلة منَّا يمكن أن يقنعوا بممارسة الاستثمار مرّة كل بضعة سنوات. يجب أن ندرك متى تكون الظروف أقل مواتية لنا؛ كي نتحرّك بمزيد من الحذر.



إنَّ الشراء استناداً إلى القيمة الحقيقية، واستناداً إلى توافر سعر منخفض مقارنة مع هذه القيمة، والاستفادة من تراجع الحالة النفسية العامة، هي العناصر التي يرجّح أن تحقّق أفضل النتائج. لكن حتّى في هذه الحالة، فإنَّ الأمور يمكن أن تسير زمنًا طويلاً على غير ما نشتهي، قبل أن تتعطف في الاتجاه الذي نعتقد أنّ عليها أن تتعطف فيه. إنَّ تعبير «مسعر بأقل من القيمة» ليس مرادفًا على الإطلاق لتعبير «سيرتفع سعره قريباً». ومن هنا، تأتي أهمية حكمتي الثانية: «يصعب التفريق بين كون المرء متقدّمًا كثيرًا على زمانه، وكونه على خطأ». يمكن أن يتطلّب الأمر صبرًا وثباتًا؛ كي يستطيع المرء أن يحتفظ بالأصول التي لديه مدّة كافية، ريثما تثبت السوق أنها على حق.



إضافة إلى القدرة على التحديد الكمي للقيمة، ومتابعتها عندما تكون مسعرة بصورة صحيحة، فعلى المستثمر الناجح أن يحمل منهجية سليمة، في ما يخص مسألة المخاطرة. يجب أن يتجاوز المستثمر التعريف الأكاديمي الأحادي للمخاطرة بصفتها مقتصرة على التقلّب، وأن يفهم أنّ المخاطرة التي يتعيّن عليه الاهتمام بها أكثر من غيرها، هي مخاطرة الوقوع في خسارة دائمة. على المستثمر أن يرفض تحمّل المخاطر المتزايدة بصفتها وصفة مؤكّدة للنجاح الاستثماري، وأن يعرف أنّ الاستثمارات الأكثر مخاطرة تتضمّن مجالاً أوسع من النتائج المحتملة، واحتمالاً أكبر

للوقوع في الخسارة. على المستثمر أن يمتلك إحساساً باحتمال الخسارة المائل في أي استثمار، وأن يكون مستعداً لتحمل هذه المخاطرة، عندما تكون «المكافأة» أكثر من كافية.



يميل أكثر المستثمرين إلى المبالغة في التبسيط، وهم ينشغلون بفرصة تحقيق العائدات قبل أي شيء آخر. لكنّ بعضهم يملك مزيداً من البصيرة، ويعرف أنه من الأهمية بمكان، أن يفهم المرء المخاطر مثلما يفهم العائدات. لكن من النادر أن نجد مستثمراً يملك البصيرة العميقة اللازمة، لفهم الترابط الذي هو عنصر أساسي في ضبط المخاطرة، عندما يتعلّق الأمر بمحفظة استثمارية كاملة. وبسبب فروق الترابطات؛ فمن الممكن أن يجمع المستثمر بين استثمارات لها الدرجة نفسها من المخاطرة المطلقة وذلك بطرق مختلفة، لتكوين محافظ استثمارية تتضمن مستويات مخاطرة إجمالية مختلفة كثيراً في ما بينها. يظن أكثر المستثمرين أنّ تنوع الاستثمارات يقوم على حيازة أشياء مختلفة كثيرة. لكن قلّة منهم يدرك أنّ التنوع لا يكون فاعلاً، إلا إذا كانت مقتنيات المحفظة الاستثمارية تستجيب بصورة يمكن الاعتماد عليها، استجابات مختلفة إلى تطوّرات محدّدة في بيئة الاستثمار.



صحيح أنّ الاستثمار الهجومي يمكن أن يثمر نتائج رائعة، عندما يسير الأمر على ما يرام - في الأوقات الطيبة خاصّة - لكن، من المستبعد أن يتمكّن من تحقيق أرباح يمكن الاعتماد عليها مقارنة مع الأرباح التي يحققها الاستثمار الدفاعي. لذا، فإنّ قلّة حدوث الخسائر وانخفاض شدّتها، يمثلان جزءاً من أي سجل استثماري متميّز. لدى شركة (أوك تري) شعار يقول: «إذا تجنّبنا الاستثمارات الخاسرة، فإنّ الاستثمارات الرباحة تستطيع أن تهتم بنفسها». وقد خدمنا هذا الشعار خدمة جيّدة خلال سنوات طويلة. إنّ محفظة متنوّعة من الاستثمارات التي يُستبعد أن يقع أي منها في خسائر كبيرة، تمثّل نقطة بداية جيّدة باتجاه النجاح في عالم الاستثمار.



يكمّن ضبط المخاطر في جوهر الاستثمار الدفاعي. فبدلاً من الاكتفاء بمحاولة فعل الأمر الصحيح، يشدّد المستثمر الدفاعي كثيراً على عدم فعل أمور خطأ. وبما أنّ ضمان القدرة على البقاء في ظل الظروف غير المواتية، أمر لا يمكن أن يتوافق مع زيادة العائدات إلى حدّها الأقصى

في الأوقات الطيبة، فعلى المستثمر أن يقرّر نوعاً من التوازن بين الأمرين. يختار المستثمر الدفاعي التركيز على الجانب الأول؛ أي على البقاء، في ظل الشروط السيئة.



يعدّ «هامش الخطأ» عنصرًا حاسم الأهمية في الاستثمار الدفاعي. معظم المستثمرين يمكن أن يحققوا النجاح إذا سار المستقبل مثلما يأملون، لكن الأمر يقتضي توافر هامش للخطأ، لجعل النتائج السلبية محتملة، عندما لا يحقق المستقبل ما نريد. يستطيع المستثمر أن يضمن لنفسه هامش الخطأ هذا، من خلال الإصرار على القيمة الملموسة الدائمة في الحالة المعنية وفي الوقت المعني: عليه ألا يشتري إلا عندما يكون السعر أخفض من القيمة بصورة واضحة. وعليه أن يتجنّب الاستثمار بأموال مقترضة، وكذلك عليه أن يتنوع استثماراته. يمكن للتشديد على هذه العناصر، أن يحدّ من الأرباح في الأوقات الطيبة، لكنّه يضاعف فرص «السلامة» عندما تسوء الأمور. حکمتي المفضلة الثالثة، هي: «إياك أن تنسى ذلك الرجل البالغ طوله 6 أقدام، لكنّه غرق في أثناء اجتيازه جدولاً عمقه 5 أقدام». يوفر هامش الخطأ لك قدرة على الاستمرار، ويجعلك قادرًا على تجاوز الأوقات الصعبة.



يجب أن يكون ضبط المخاطر وهامش الخطأ متوافرين في محافظتك الاستثمارية في الأوقات جميعها. لكن عليك تذكر أنّ هذين العنصرين هما «أصول خفية». تكون معظم السنوات في السوق جيّدة، لكنّ قيمة الدفاع تبدو واضحة في سنوات السوق السيئة فقط، عندما يتراجع «المد». لذا، فعلى الاستثمارات الدفاعية في السنوات الطيبة أن تتنوع بمعرفتها أنّ أرباحها (مع احتمال كونها أقل من الحد الأقصى الذي يحققه البعض)، قد تحققت في ظل وجود حماية جيّدة من المخاطر. وذلك حتّى إذا اتّضح أنّ هذه الحماية لم تكن ضرورية.



من الشروط الأساسية للنجاح الاستثماري؛ أي من الشروط الواجب توافرها من حيث الاستعداد النفسي لدى المستثمر، إدراك أننا لا نعرف ماذا ينتظرنا في المستقبل بصورة عامّة. لا يعرف إلا قلة من الناس - أو لا يعرف أحد أبدًا - ما يتجاوز الإجماع العام حول ما سيحدث بالنسبة إلى الاقتصاد، وأسعار الفائدة، ومكونات السوق. لذا، فإنّ المستثمر يمضي وقته بصورة أفضل، إذا خصّصه لمحاولة

تحقيق ميزة معرفية في ما يخص «الأمر القابلة للمعرفة»: الصناعات والشركات والأسهم. كلما ركز المستثمر على الأمور الجزئية الصغيرة، ازدادت فرصته في معرفة أمور لا يعرفها الآخرون.



يزعم مستثمرون كثيرون أنهم يملكون معرفة بالتوجهات المستقبلية للاقتصاد والأسواق - وهم يتصرفون بموجب هذه المعرفة المزعومة عادة - لكنهم يعرفون أقل مما يظنون بكثير. إنهم يقومون بأفعال استثمارية هجومية، مبنية على «معرفتهم» بما سيحدث. لكن هذا نادرًا ما يحقق لهم النتائج المرجوة. إن الاستثمار انطلاقًا من آراء يتمسك بها المرء تمسكًا قويًا، لكنها توقعات خطأ، ليس إلا مصدرًا لخسائر محتملة كبيرة.



يفترض مستثمرون كثيرون - محترفون وهواة على حد سواء - أن العالم يجري وفق عمليات منتظمة قابلة للتوقع والسيطرة. وهم يتجاهلون عشوائية الأمور وتوزع الاحتمالات، الكامنين في التطورات المستقبلية. لذا، فهم يستندون في أفعالهم إلى سيناريو واحد، يتوقعون أن يحدث فعلاً. ينجح الأمر أحياناً - ويكون هذا نجاحًا لأولئك المستثمرين - لكن نجاحه لا يكون متواصلًا ومتسقًا إلى الحد الكافي لتحقيق النجاح على المدى البعيد. وفي التوقع الاقتصادي والإدارة الاستثمارية على حد سواء، يستحق الأمر ملاحظة وجود من يتوصل إلى توقعات صحيحة دائمًا... لكن من النادر أن تصيب توقعات الشخص نفسه مرّتين. يحاول أكثر المستثمرين نجاحًا التصرف وفق ما هو «صحيح تقريبًا» معظم الوقت، وهذا أفضل مما يفعله بقية المستثمرين بكثير.



يتكوّن جزء مهم من «الوصول إلى ما هو صحيح» من تجنّب المزالق التي تأتي كثيرًا بفعل التقلبات الاقتصادية، وأداء الشركات، والتقلبات الجنونية في الأسواق. وكذلك بفعل فرط الثقة لدى المستثمرين الآخرين. ما من وصفة مؤكّدة لتحقيق ذلك، لكن إدراك هذه الأخطار المحتملة يمثل بالتأكيد أفضل نقطة بدء من أجل الجهود الرامية إلى تجنّب الضرر الناجم عنها.



لا يكفي لإثبات مهارة المستثمر، أن يكون مستثمرًا دفاعيًا يستطيع أن يحد من خسائره في فترة انحدار السوق، ولا أن يكون مستثمرًا هجوميًا يحقق أرباحًا كبيرة في فترة صعود السوق. وكى

نستنتج أنّ مستثمراً من المستثمرين قد تمكّن من إضافة قيمة فعلية؛ يتعيّن أن نرى كيفية أدائه في البيئات غير المتناسبة مع أسلوبه المفضّل. هل يستطيع المستثمر الهجومي أن يخسر ما ربحه عندما تشهد السوق مرحلة انحدار؟ وهل يتمكّن المستثمر الدفاعي من تحقيق مشاركة مهمّة في السوق في أثناء ارتفاعها؟ إنّ هذا النوع من «عدم الانسجام» هو ما يعبر عن المهارة الحقيقية. هل يملك المستثمر استثمارات ناجحة تفوق الاستثمارات الخاسرة لديه؟ وهل تكون أرباح الاستثمارات الربحية أكثر من خسائر الاستثمارات الخاسرة التي لديه؟ وهل تكون أرباح السنوات الطيبة أكثر من خسائر السنوات السيئة؟ وهل تكون النتائج على المدى البعيد، أفضل ممّا يمكن أن يحققه الأسلوب الذي يعتمد على المستثمر؛ بغضّ النظر عن مهاراته الخاصّة. هذه الأمور هي ما تشير إلى المستثمر المتميز. ومن دون وجودها؛ فإنّ العائدات المحقّقة يمكن أن تأتي نتيجة حركة السوق ونتيجة «بيتا»، وليس أكثر من ذلك.



وحدهم المستثمرون الذين يملكون بصيرة غير اعتيادية، هم من يستطيع أن «يخمن» التوزّع الاحتمالي الذي يحكم أحداث المستقبل، وهم وحدهم من يستطيع الإحساس باللمحة، التي تكون العائدات المحتملة عندها كافية للتعويض عن المخاطر الماثلة في «الذيل» الأيسر السلبي لتوزع الاحتمالات. إنّ هذا الوصف المبسّط لمتطلّبات النجاح الاستثماري - استناداً إلى فهم مجال الأرباح الممكنة ومخاطر التطوّرات غير المواتية - يلتقط العناصر التي يجب أن تستقطب انتباهك فعلاً. إنّني أعهد بهذه المهمة إليك أنت؛ وستذهب بك في رحلة متحدّية مثيرة، تحملك على التفكير.