

الفصل الثاني

فهم كفاية السوق

(وحدودها أيضًا)

لا فرق في النظرية بين النظرية والممارسة الواقعية، أمّا في الممارسة الواقعية، فإنّ هذا الفرق موجود.

يوجي بير¹

شهدت فترة الستينيات من القرن العشرين، ظهور نظرية جديدة في المالية والاستثمار، وهي مجموعة من الأفكار تعرف باسم «مدرسة شيكاغو»؛ لأنّ أصولها جاءت من كلية الأعمال في جامعة (شيكاغو). وبما أنّني كنت طالبًا في تلك الكلية بين عامي (1967 - 1969) م، فقد وجدت نفسي مع تلك النظرية منذ اللحظة الأولى، وقد كان لها أثر كبير في تكوين تفكيري وفي التأثير فيه. تضمّنت تلك النظرية مفاهيم صارت في ما بعد، عناصر مهمّة في الحوارات الخاصة بالاستثمار: كره المخاطرة، والتقلّب بصفته تعريفًا للمخاطرة، والإيرادات مصحّحة وفق المخاطر، والمخاطرة المنهجية والمخاطرة غير المنهجية، ومحفظه «ألفا»، ومحفظه «بيتا»، وفرضية المسار العشوائي، وفرضية السوق الفاعلة. (لقد عولجت هذه العناوين كلّها في الصفحات القادمة). وفي السنوات التي أعقبت طرح ذلك المفهوم (فرضية السوق الفاعلة)، ثبت أنّ له أثرًا خاصًا في ميدان الاستثمار، وهو أثر كبير الأهميّة، إلى درجة تجعله يستحق فصلًا خاصًا بذاته.

تنص فرضية السوق الفاعلة على ما يأتي:

- يوجد مشاركون كثيرون في الأسواق، وهم يستطيعون الوصول إلى المعلومات اللازمة، على نحو يكاد يكون متساويًا. ويوجد أيضًا أشخاص أذكيا موضوعيون، وجادون في عملهم، ويتمتّون بدافع قوي للعمل. والنماذج التحليلية التي يستخدمونها معروفة، ومستخدمة على نطاق واسع.
- بسبب الجهود المشتركة من قِبَل هؤلاء المشاركين جميعًا، تنعكس المعلومات بصورة مباشرة كاملة، من خلال سعر كل أصل من الأصول في السوق. وبما أنّ هؤلاء المشاركين في السوق سيتحرّكون على الفور لشراء أي أصل معروض بثمن رخيص، أو لبيع أي أصل يشتدّ عليه الطلب،

1. لاعب أمريكي شهير في لعبة كرة البيسبول.

فإن الأصول تكون مسعرة بصورة عادلة من حيث القيمة المطلقة، ومن حيث قيمها النسبية في ما بينها.

• لذا، فإن أسعار السوق تعكس التقديرات الدقيقة للقيمة الأساسية للأصول، ولا يستطيع أي مستثمر أن يجد فرصة للربح، ويستفيد منها بصورة دائمة ومستمرة، نتيجة حالات حدوث أخطاء في تسعير الأصول.

• من هنا، فإن الأصول تباع بأسعار يُنتظر منها أن تتحقق إيرادات مصححة وفق المخاطر. وهي إيرادات «عادلة» بالنسبة إلى بقية الأصول. ويجب أن تتيح الأصول ذات المخاطر الأكبر إيرادات أكبر أيضاً؛ كي تستطيع اجتذاب المشترين. وستضع السوق الأسعار، بحيث يتحقق الأمر على النحو الذي ذكرناه، لكنها لن تقدم «فرصاً مجانية». هذا يعني أنه لن يكون في السوق إيرادات استثنائية غير مرتبطة بمخاطر استثنائية أيضاً (بحيث تكون تعويضاً عن تلك المخاطر).

كانت هذه إلى حد ما، خلاصة رسمية للأفكار العامة في هذه الفرضية. والآن أعرض وجهة نظري: عندما أتحدث عن هذه النظرية فإنني أستخدم كلمة «فاعلة» أيضاً، لكنني أستخدم الكلمة بمعنى «سريعة وتُجمَع المعلومات على الفور»، وليس بمعنى «صحيحة».

وأنا أقرُّ أنه: نظراً لأنَّ المستثمرين يبذلون جهودهم في تقويم كل معلومة جديدة، فإنَّ أسعار الأصول تعكس على الفور إجماع آراء المستثمرين، الناتج عن المعلومات التي توافرت لديهم، لكنني لا أرى أن إجماع الآراء يكون صائباً بالضرورة. في يناير من عام 2000م، بيع سهم (ياهو) بـ 237 دولاراً. وفي أبريل من عام 2001م، بيع بـ 11 دولاراً. أن كل من يصّر على أن السوق كانت مصيبة في الحالتين، شخص منفصل عن الواقع تماماً. لا بدَّ أن السوق كانت على خطأ في حالة من الحالتين على الأقل. لكن هذا لا يعني وجود الكثير من المستثمرين الذين كانوا قادرين على التقاط «غلطة» السوق والاستفادة منها.

إذا كانت الأسعار في السوق الفاعلة تعكس الإجماع فعلاً، فمن المرجح أن يجعلك اشتراكك في هذا الإجماع تحقق نتائج متوسطة. كي تتفوق على السوق، يجب أن يكون لديك رأي مختلف عن ذلك الإجماع.

النقطة الأساسية بالنسبة إليَّ هي أنه على الرغم من أن الأسواق الأكثر فاعلية، تخطئ غالباً في تقويم الأصول، فليس سهلاً على أي شخص يعمل على المعلومات نفسها التي يعمل عليها الجميع، ويخضع إلى التأثيرات النفسية ذاتها أيضاً، أن يحمل على الدوام آراءً مختلفة عن الإجماع، وأكثر منه قرباً إلى الصواب. هذا ما يجعل من التفوق على المجرى الرئيس في الأسواق، أمراً في غاية الصعوبة. حتى إن لم تكن تلك الأسواق مصيبة على الدوام.

«بم يتعلق الأمر كله، هل هو ألفا؟» 11 يوليو، 2001م

«What's It All About, Alpha?» July 11, 2001

النتيجة الأكثر أهمية لفرضية السوق الفاعلة، هي استنتاجها القائل إنك «لا تستطيع أن تتفوق على السوق». لم يكن هذا الاستنتاج مؤسسًا تأسيسًا منطقيًا، استنادًا إلى رؤية «مدرسة شيكاغو» للسوق فحسب، بل كان مدعمًا أيضًا بدراسات لأداء الصناديق المشتركة. والواقع أن عدد تلك الصناديق التي تميّز عن غيرها من خلال نتائجها محدود جدًا. يمكن أن يسأل أحدهم: ماذا عن الصناديق ذات النجوم الخمس إذن؟ اقرأ ما بين السطور: تُصنّف الصناديق المتبادلة بالنسبة إلى بعضها بعضًا. ولا تقول تصنيفاتها أي شيء عن تمكّن أحدها من تجاوز المعايير الموضوعية، من قبَل مؤشر السوق مثلًا. حسنًا! ماذا عن مشاهير المستثمرين الذين نسمع عنهم كثيرًا؟

أولاً: لا تبرهن سنة جيّدة أو سنتان جيّدتان على أي شيء؛ لأنّ الحظ وحده يمكن أن يُنتج شيئًا!

ثانيًا: يصرّ الخبراء على عدم إمكانية البرهنة على شيء ذي أهمية إحصائية، إلا إذا كان لدينا بيانات تمتد إلى عدد كافٍ من السنوات؛ وأنا أتذكّر رقمًا يعادل 64 عامًا، ولا نكاد نجد أحدًا اشتغل في إدارة الأموال تلك المدّة كلّها.

أخيرًا: إنّ ظهور مستثمر عظيم أو اثنين لا يثبت بطلان النظرية، وحقيقة أنّ مستثمرين من أمثال وارن بوفيت يجتذبون كل هذا الاهتمام والانتباه، ليس إلاّ مؤشرًا إلى أنّ من يميّز أداؤهم على نحو دائم، يعدّون استثناءً من القاعدة العامّة.

لقد كان من أهمّ التفرّعات الناشئة عن نظرية «مدرسة شيكاغو» وأكبرها، تطوّر أدوات الاستثمار السلبي المعروفة باسم «صناديق المؤشّرات» (Index Funds). إذا كان أكثر من يديرون المحافظ الاستثمارية الفاعلة، يقومون «بمراهنات فاعلة» يجري تثقيف الأوراق المالية أو عدم تثقيفها بالاعتماد عليها؛ فهم لا يستطيعون أن يتفوّقوا على السوق! لماذا يمكن أن يدفع أحد الثمن على صورة رسوم الإدارة وتكاليف التعاملات، المتضمّن في محاولة التفوّق عليها؟ ومع تذكّر هذا السؤال دائمًا، يعمد المستثمرون إلى وضع كميات متزايدة من الأموال في صناديق، لا تفعل إلاّ أن تستثمر كمية «تقرّرها السوق» في كل سهم أو سند ضمن مؤشر السوق. وبهذه الطريقة، يتمتّع المستثمرون بعائدات سوقية، مقابل رسوم لا تتجاوز بضعة أجزاء مئوية في السنة الواحدة.

يجري كل شيء في دورات (هذا ما أناقشه لاحقًا). وهذا يشمل «الحكمة المقبولة» أيضًا. وهكذا فقد حظيت فرضية السوق الفاعلة ببداية شديدة النجاح في فترة الستينيات من القرن العشرين، واصبح لها أنصار وأتباع كثير. لكن نشأت اعتراضات عليها منذ ذلك الوقت. والنظرة

العامّة لصلاحياتها للتطبيق، تظلّ في حالة صعود وهبوط. إنّ لديّ تحفّظاتي الخاصّة على هذه الفرضية، وأهم هذه التحفّظات يتعلّق بطريقة ربطها بين العائدات والمخاطر.



وفقاً للنظرية الاستثمارية، فإنّ الناس يكرهون المخاطرة بطبيعتهم. وهذا يعني أنّهم يحاولون بصورة عامّة أن يتحمّلوا قدرًا أقل من المخاطرة، وليس قدرًا أكبر. وكما يُقدّم هؤلاء الناس على استثمارات أكثر مخاطرة، لا بدّ لهم من حافز يتمثّل في الوعد بعائدات أكبر. ومن هنا، فإنّ الأسواق ستصحّح أسعار الاستثمارات، بحيث يبدو الاستثمار الأكبر مخاطرة واعدًا بإيرادات أعلى، وذلك استنادًا إلى الحقائق المعروفة والتصورات الشائعة. وبما أنّ النظرية تقول إنّ السوق الفاعلة، لا تعرف شيئًا اسمه المهارات الاستثمارية (يشار إليها اليوم عادة بكلمة ألفا) التي تسمح لأيّ أحد بالتفوّق على السوق. وهكذا يكون أي فرق في العائدات بين استثمار وآخر، أو بين المحفظة الاستثمارية الخاصّة بهذا الشخص والمحفظة الخاصّة بذاك، ناتجًا عن الفوارق في حجم المخاطرة فقط. والواقع أنّك إذا جعلت أحد المتمسّكين بفرضية السوق الفاعلة، يرى سجلًا استثماريًا يبدو عليه التفوّق، مثل سجليّ أنا مثلاً، فمن المرجّح أن تكون إجابته على النحو الآتي: «توجد مخاطر خفية تفسّر هذه العائدات المرتفعة». (أمّا الإجابة البديلة المحتملة فهي: «ليس لديك بيانات في مدّة كافية»).

تمر بنا من وقت إلى آخر، فترات تسير فيها الأمور سيرًا جيّدًا، وتدرّ الاستثمارات المرتفعة المخاطر، العائدات الأعلى التي تعد بها. إنّ فترات الرخاء هذه، تغري الناس أن يقتنعوا أنّهم إن أرادوا الحصول على عائدات أعلى، فما عليهم إلا أن يقدموا على استثمارات أكثر مخاطرة. لكنّهم يتجاهلون شيئًا يسهل نسيانه في الأوقات الجيدة: لا يمكن أن يكون هذا صحيحًا؛ لأنّه إذا أمكن الاعتماد على الاستثمارات الأكثر مخاطرة للحصول على عائدات أعلى، فهذا يعني أنّ هذه الاستثمارات ليست أعلى مخاطرة من غيرها على الإطلاق!

لذا، يتعلّم الناس درسًا أساسيًا من فترة إلى أخرى. إنّهم يدركون أن لا شيء، وخاصّة القبول العشوائي الأعمى بالمخاطرة، يحمل وعدًا بمكاسب مجانية. وهكذا يجدون أنفسهم مجبرين على تذكّر حدود النظرية الاستثمارية.



هذه هي النظرية وهذه هي تطبيقاتها. والسؤال الرئيس هو إذا كانت صحيحة: هل التفوّق على السوق أمر غير ممكن؟ وهل الأشخاص الذين يحاولون ذلك يهدرون وقتهم فقط؟ وهل العملاء الذين

يدفعون رسومًا لمديري الاستثمار يهدرون تلك الأموال عبثًا؛ مثلما هو الأمر مع كل شيء آخر في العالم، لا يمكن أن تكون الإجابات بسيطة، وهي بالتأكيد لا يمكن أن تنحصر في كلمتي (نعم) و(لا).

لست ممن يعتقدون أنّ مفهوم السوق الفاعلة يستحق أن نغض النظر عنه تمامًا. من العدل من حيث المبدأ، التوصل إلى أنّه إن كان آلاف الأشخاص العقلاء يجمعون المعلومات عن الأصول، ويقومونها بدأب وموضوعية؛ فإنّ أسعار تلك الأصول لا يمكن أن تبتعد عن قيمتها الحقيقية. لا يمكن أن يكون الخطأ في التسعير كبيرًا، ما يعني أنّ التّفوّق على السوق يجب أن يكون أمرًا صعبًا فعلاً. والواقع أن بعض فئات الأصول تكون فاعلة حقًا. وفي معظم هذه الحالات:

- تكون فئات الأصول معروفة على نطاق واسع، ويكون لها جمهور واسع من الراغبين.
 - تكون الفئة مقبولة اجتماعيًا، وليست موضع جدل أو موضع «تحریم».
 - تكون مزايا الفئة وفضائلها واضحة قابلة للفهم، من حيث الظاهر على الأقل.
 - يجري توزيع المعلومات عن الفئة ومكوّناتها، وتداولها على نطاق واسع، وعلى نحو منظم.
- إذا تحقّقت هذه الشروط، فلا يوجد ما يبزرّ عدم ملاحظة هذه الفئة على نحو منهجي، أو عدم فهمها، أو تقويمها بأقل من قيمتها. لنأخذ القطع الأجنبي على سبيل المثال. ما الأمور التي تقرّر حركات عملة من العملات مقارنة مع غيرها؟ إنّها نسب النمو المستقبلية ومعدّلات التضخم. هل يمكن لأي شخص أن يعرف على نحو منهجي الكثير عن هذه الأمور، بحيث تتجاوز معرفته معرفة غيره حقًا؟ الأرجح أنّ هذا غير ممكن. وإذا كان غير ممكن فالواجب ألا يكون أحد قادرًا على تحقيق عائدات مصحّحة وفق المخاطرة، تتجاوز المعدل الوسطي من خلال تجارة العملات.

وماذا عن أسواق الأسهم الرئيسة الكبرى مثل بورصة نيويورك؟ هنا، يجرب ملايين الناس توقّعاتهم مدفوعين بالرغبة في الربح. وهم يملكون المعلومات نفسها؛ بل الواقع أنّ من أهداف أنظمة السوق المالية أن يتمكّن كل شخص من الوصول إلى المعلومات الخاصّة بشركة من الشركات في الوقت نفسه. ومع وجود ملايين الناس الذين يقومون بالتحليلات استنادًا إلى المعلومات نفسها، فكيف يمكن أن يخطئوا في تسعير الأسهم؟ وإلى أي مدى من التكرار، يمكن لأي شخص أن يفلح في رصد تلك الأخطاء المحتملة في التسعير؟ الإجابة: هذا نادر، ولا يمكن الاعتماد عليه. لكن هذا هو جوهر تفكير المستوى الثاني في الحقيقة.

يعرف مفكرو المستوى الثاني أنّ إحراز نتائج متفوّقة، يتطلّب إليهم امتلاك ميزة من حيث المعلومات، أو التحليل، أو الأمران معًا. وهم في حالة يقظة دائمة لالتقاط أيّة حالة من حالات

الخطأ في السوق. إنَّ ابني أندرو مستثمر ناشئ الآن، وقد جاء بعدد كبير من الأفكار الاستثمارية الجذابة، المستندة إلى حقائق اليوم وتوقعات المستقبل. لكنَّه تلقى تدريباً جيّداً. ويكون اختباره الأول دائماً على النحو الآتي: «ومن عساه لا يعرف ذلك؟». وفقاً لمصطلحات النظرية، فإنَّ مفكّري المستوى الثاني يعتمدون على «عدم الفاعلية». وقد صار لمصطلح عدم الفاعلية انتشار واسع خلال السنوات الأربعين الماضية، كونه مقابلاً أو مضاداً للاعتقاد أنَّ المستثمرين لا يستطيعون التّفوق على السوق. وبالنسبة إليّ، فإنَّ وصف السوق بأنّها لا تتّسم بالفاعلية، طريقة متحلّقة للقول إنّها ميّالة إلى ارتكاب الأخطاء التي يمكن الاستفادة منها.

من أين يمكن أن تأتي هذه الأخطاء؟ فلننظر في الفرضيات الكامنة خلف نظرية السوق الفاعلة:

- يوجد مستثمرون كثير جادون في عملهم.
- إنَّهم أذكياء مخلصون في العمل وموضوعيون، إضافة إلى وجود الحافز والتجهيزات الجيدة.
- يستطيعون جميعاً الوصول إلى المعلومات المتاحة، وقدرتهم على الوصول إليها متساوية بصورة عامّة.
- إنَّهم مستعدون جميعاً لبيع أية أصول، أو شرائها، أو المضاربة عليها.

لهذه الأسباب، تقول النظرية إنَّه ستُجمع المعلومات المتوافرة بصورة سلسلة فاعلة؛ للخروج بأسعار والتصرّف بموجب هذه الأسعار، كلّما ظهرت «شذوذات» في السعر/القيمة. وهكذا، فإنَّ هذه الأسعار تصحّح تلك التقلّبات. لكن لا يمكن القول إنّ أسعار السوق صحيحة دائماً. والواقع أنّنا إذا نظرنا إلى الفرضيات الأربع المذكورة أعلاه، فإنَّ واحدة منها تنفرد على نحو واضح بأنّها ضعيفة تفتقر إلى قوة الإقناع: الموضوعية. ليس البشر آلات حاسبة، بل إنّ أكثر البشر مدفوعون بالجنش والخوف والحسد، وغير ذلك من العواطف التي تجعل الموضوعية أمراً مستحيلاً، وتفتح الباب أمام أخطاء كبيرة.

وبصورة مماثلة، فمن الواجب التساؤل على الفرضية الرابعة أيضاً؛ إنّها الفرضية التي تقول إنّ المستثمرين منفتحون على التعامل مع أية أصول - سواء باتجاه بيعها أم المضاربة عليها - لكنَّ الحقيقة ليست كذلك. إنّ المستثمرين المحترفين متخصصون في قطاعات معيّنة من السوق. ونحن نسمع من يقول: «أعمل في قسم السندات»، أو «أعمل مديراً للأوراق المالية». ونسبة المستثمرين الذين يبيعون على سبيل المضاربة بسيطة في الحقيقة. إذن، من الذي يتخذ القرارات التي تستبعد حالات سوء التسعير النسبي بين فئات الأصول، وينفّذها؟

يمكن التفوّق على سوق تتّسم بالأخطاء وحالات سوء التسعير، من قِبَل أشخاص يمتلكون بصيرة نادرة. لذا، فإنّ وجود حالات «عدم الفاعلية» يزيد من احتمال التفوّق على السوق، بل هو شرط ضروري لذلك. لكنّه لا يضمن حدوثه بطبيعة الحال.

وبالنسبة إليّ، فإنّ السوق غير الفاعلة سوق تتميزّ بواحدة من الخصائص الآتية على الأقل (بل لعلها تتّسم على الأرجح بالخصائص الآتية جميعها، نتيجة اتّسامها بواحدة منها):

- تكون أسعار السوق غير صحيحة غالبًا. وبما أنّ إمكانية الوصول إلى المعلومات وتحليلها، لا تتّسم بقدر كبير من الكمال، فإنّ أسعار السوق تكون أعلى بكثير أو أدنى بكثير من القيم الحقيقية غالبًا.
- يمكن أن تكون عائدات إحدى فئات الأصول المصحّحة وفق المخاطر، بعيدة جدًا عن الحقيقة مقارنة مع بقية فئات الأصول. وبما أنّ الأصول تسعّر بأسعار غير عادلة غالبًا، فإنّ فئة من الأصول يمكن أن تدرّ عائدات مصحّحة وفق المخاطر تكون مرتفعة جدًا (كأنّها صفقة مجانية)، أو منخفضة جدًا مقارنة مع بقية فئات الأصول.
- يستطيع بعض المستثمرين أن يتفوّقوا على الآخرين بصورة شبه دائمة. وبسبب وجود حالات سوء تقويم كبيرة، وفوارق بين المشاركين من حيث المهارة والبصيرة وقدرة الوصول إلى المعلومات، فإنّه يمكن تحديد حالات سوء التسعير، والاستفادة منها على نحو منتظم.

إنّ النقطة الأخيرة بالغة الأهمّية، من حيث ما تعنيه وما لا تعنيه. لا تعطي السوق غير الفاعلة للمشاركين فيها عائدات سخية بالضرورة. بل يمكن في نظري أن تقدّم المادّة الخام؛ حالات سوء التسعير التي يمكن أن تسمح لبعض الأشخاص بتحقيق الأرباح، وتؤدّي بغيرهم بالخسارة على أساس تفاوت المهارات في ما بينهم. وإذا كان الخطأ في الأسعار كبيرًا جدًا؛ فمعنى ذلك أنّه يمكن أن نجد صفقات مغرية، أو أن ندفع أكثر ممّا يجب أن ندفع. وبالنسبة إلى كل من يحصل على صفقة شراء جيّدة في سوق غير فاعلة، يوجد شخص آخر يبيع بسعر منخفض جدًا. ولعل من الأقوال الصحيحة التي تصف لعبة البوكر، هو أنّه «توجد سمكة في كل لعبة. وإذا لعبت 45 دقيقة ولم تتوصّل إلى معرفة تلك السمكة، فإنّك أنت السمكة». من المؤكّد أنّ الأمر يصح أيضًا على الاستثمار في السوق غير الفاعلة.

«بمّ يتعلّق الأمر كلّ، هل هو ألفا؟» 11 يوليو، 2001م

“What’s It All About, Alpha?” July 11, 2001



في خضمّ الجدل الكبير حول الفاعلية في مقابل عدم الفاعلية، توصّلت إلى أنّه ما من سوق يمكن أن تكون هكذا أو ذاك بصورة كاملة. المسألة متعلّقة بالدرجة فقط. إنّي أرحّب من كل قلبي، بالفرص التي يمكن أن تتيحها حالة «عدم الفاعلية»، لكنني أحترم أيضًا مفهوم السوق الفاعلة،

وأعتقد بأن الأسواق الرئيسية للأوراق المالية يمكن أن تكون فاعلة، إلى حد يكاد يصبح معه البحث عن فائزين هدرًا للوقت لا أكثر.

وفي النهاية، توصلت إلى قرار مثير للاهتمام: ليست حالة الفاعلية حالة عامّة شاملة، إلى حد يلزمنا بالكف عن البحث عن الأداء المتفوّق. وفي الوقت نفسه، فإنّ الفاعلية هي ما يدعوه المحامون «فرضية قابلة للجدل». إنّها شيء يجب افتراض صحته، إلى أن يأتي أحد فيثب عكسه. ومن هنا، علينا افتراض أنّ الفاعلية ستمنع الإنجازات المتميّزة، إلا إذا كان لدينا سبب وجيه يحملنا على الاقتناع بأنّها لن تستطيع منعنا في الحالة الراهنة.

يقتضي احترام فكرة فاعلية السوق القول إنّ علينا قبل أن ننخرط في اتجاه ما من اتجاهات الفعل، أن نطرح بعض الأسئلة: هل زالت الأخطاء وحالات سوء التسعير من الإطار العام لعمل المستثمرين، أم أنّها لا تزال موجودة؟ ولماذا؟ فلننظر في الأمر على النحو الآتي:

- ما الذي يجعل صفقة مغرية متوافرة، على الرغم من وجود آلاف المستثمرين على أهبة الاستعداد، وعلى أتم الرغبة لدفع ثمن أي شيء معروض بثمن رخيص فعلاً؟
- إذا كانت العائدات تبدو سخية جداً مقارنة مع المخاطرة، فلعلك غافل عن بعض المخاطر الخفية.
- ما الذي يجعل بائع الأصول راغباً في تركها، مقابل سعر يمكن أن يدرّ عليك عائدات مرتفعة جداً؟

• هل تعرف حقاً عن هذه الأصول، أكثر ممّا يعرفه بائعها؟

• إذا كان العرض عظيماً فعلاً، فلماذا لم يلتقطه أحد غيرك؟

يوجد شيء آخر يجب تذكره: لا يعني وجود حالات الفاعلية اليوم أنّها ستظل موجودة على الدوام.

الفكرة الأساسية: إنّ عدم الكفاية، شرط ضروري من أجل الاستثمار المتفوّق. أمّا محاولة التفوّق في الأداء ضمن سوق فاعلة على نحو تام، فهو عبث في عبث: أفضل ما يمكن فيه ليس إلا نتيجة متوسطة. وكما يتمكّن المستثمرون من اكتساب ميزة حقيقية، يجب أن تتوافر حالات عدم فاعلية في العمليات التجارية - حالات نقص أو سوء تسعير - كي يمكن الاستفادة منها. لكن، فلننقل إنّها موجودة. إنّ هذا وحده ليس شرطاً كافياً لتحقيق أداء متفوّق. كل ما يعنيه ذلك هو أنّ الأسعار ليست عادلة على الدوام، وأنّ الأخطاء تحدث: توجد أصول تكون مسعّرة بأدنى ممّا تستحق، وأصول تكون مسعّرة بأكثر ممّا تستحق. ما زال عليك أن تكون ذا بصيرة نافذة أكثر من الآخرين: كي

تشتري من الأولى أكثر ممّا تشتري من الثانية. وأنا أرى أن أكثر الصفقات الجيدة موجودة حيث تكمن الأمور، التي لا يستطيع المستثمرون الآخرون القيام بها أو لا يريدون ذلك. فلندع الآخرين يظنون أن التوقُّ على السوق غير ممكن. إنَّ إحجام هؤلاء الذين لا يغامرون في الأمر، يُنشئُ فرصاً لمن هم مستعدون للمغامرة.



هل تعدُّ نظرية الاستثمار بمفهومها الخاص بفاعلية السوق، معادلاً لقانون فيزيائي صحيح في الأحوال جميعها؟ أم أنّها مفهوم ينطلق من برج عاجي، ويجدر إخفاله وعدم أخذه بالحسبان؟ المسألة في النهاية مسألة توازن، ويأتي التوازن من استخدام الحس السليم المستند إلى المعلومات الكافية. جاءت نقطة الانعطاف الرئيسة في مساري المهني في مجال إدارة الاستثمار، عندما توصّلت إلى أنّ صحّة مفهوم السوق الفاعلة، يستوجب مني أن أقصر جهدي على الأسواق غير الفاعلة نسبياً، حيث يمكن للعمل الدؤوب والمهارة المتميّزة أن يحققا أفضل المكاسب. كان ذلك القرار مستنداً إلى النظرية التي منعتني من إهدار وقتي في الأسواق الرئيسة، لكنّ الأمر اقتضى فهماً لحدود النظرية، حتّى تمكّنت من عدم الانسياق تماماً، وراء القبول بالحجج المعارضة للإدارة الفاعلة.

باختصار، أظنّ أنّ النظرية يجب أن تكون أساساً في قراراتنا، ولكن لا يجوز أن تهيمن عليها هيمنة تامّة. إذا تجاهلنا النظرية تجاهلاً كاملاً؛ فمن المحتمل أن نرتكب أخطاءً كبيرة. قد نخدع أنفسنا بالظن أنّنا نعرف أكثر من أي شخص آخر، وأننا قادرون على التوقُّ باستمرار على الأسواق المأهولة بأشخاص يتمتّعون بكفاية عالية. نستطيع أن نشترى أوراقاً مالية من أجل عائدها، لكننا نتجاهل مخاطرها. ونستطيع أن نشترى 50 ورقة مالية متماثلة، ونظن مخطئين أنّنا قد نوّعنا استثماراتنا. لكن «ابتلاع» النظرية مثلما هي، يمكن أن يجعلنا نلحق عن العثور عن صفقات جيدة، وأن يجعلنا نحوّل العملية إلى ما يشبه عملية حاسوبية، بحيث يفوتنا تماماً ما يستطيع الأفراد من أصحاب المهارات المتميّزة تقديمه. والصورة هنا صورة أستاذ مالية شديد الاقتناع بالسوق الفاعلة، يسير في نزهة مع أحد طلبته.

يسأله الطالب: «أليست تلك ورقة من فئة 10 دولارات ملقاة على الأرض؟»

يجيب الأستاذ: «لا، لا يمكن أن تكون ورقة من فئة 10 دولارات؛ لأنّها لو كانت كذلك، فلا بدّ أن يكون أحد قد التقطها قبلنا».

يسير الأستاذ مبتعداً. لكنّ الطالب يلتقط الورقة ويذهب ليحتسي بها شرباً.

«بمّ يتعلّق الأمر كلّ، هل هو ألفا؟» 11 يوليو، 2001م

“What’s It All About, Alpha?” July 11, 2001