

## الفصل الرابع

### العلاقة بين السعر والقيمة

لا يأتي النجاح الاستثماري من «شراء أشياء جيدة»، بل من «شراء الأشياء على نحو جيد».

لنقل إنك غدوت مقتنعاً بكفاية الاستثمار بالقيمة، وأنت قادر على التوصل إلى تقدير للقيمة الحقيقية لسهم من الأسهم، أو لأي أصل من الأصول. بل دعنا نقول أيضاً إنّ تقديراتك صائبة. لم ينته الأمر بعد! كي تعرف ما الذي يجب عليك أن تفعله؛ عليك أن تنظر إلى سعر هذا الأصل مقارنة مع قيمته. إن إقامة العلاقة الصحيحة بين الأساسيات - القيمة - والسعر، أمر في جوهر الاستثمار الناجح.

يجب أن يكون السعر نقطة البدء بالنسبة إلى المستثمر بالقيمة. وقد تبين مرّة بعد أخرى، أنّ ما من أصل جيد إلى درجة تمنع كونه استثماراً سيئاً، إذا اشترى بسعر أعلى ممّا يجب. وقليلة هي الأصول السيئة إلى درجة تمنعها أن تكون استثماراً جيداً، إذا اشترها المرء بسعر منخفض إلى درجة كافية. عندما يقول الناس بصورة مباشرة: «نحن لا نشترى إلا... (أ)» أو «(أ) ينتمي إلى فئة الأصول المتفوّقة»، فإنّ ذلك يبدو شبيهاً بأن نقول: «سنشتري (أ) بأيّ سعر... وسنشتره قبل أن نشترى (ب) أو (ج) أو (د)، وبأيّ سعر». لا يمكن لهذا القول إلا أن يكون خطأ. لا تحمل أيّة فئة من الأصول أو الاستثمارات، ما يخولها تحقيق عائدات مرتفعة دائماً. إنّها لا تكون جذابة، إلا إذا كانت مسعّرة بصورة صحيحة. ومن حسن الحظ، أنّ المرء إذا عرض سيارته للبيع، فسيسأله من يريد الشراء عن السعر، قبل أن يقول له (نعم) أو (لا). إنّ اتّخاذ القرار في ما يخص أيّ استثمار من دون الدراسة المتأنية لعدالة سعره، أمر سخيف تماماً. لكن، عندما يقرّر الناس من دون تفكير منضبط، في تقويم ما يريدون امتلاكه، مثلما فعلوا بأسهم التكنولوجيا في أواخر التسعينيات - أو عندما يقررون أنّهم لا يريدون امتلاك شيء ما، بغضّ النظر عن أيّة أسباب، مثلما فعلوا بالسندات الرديئة في السبعينيات وأوائل الثمانينيات - فإنّهم يفعلون ذلك الأمر نفسه.

والخلاصة: لا وجود لشيء اسمه فكرة استثمارية حسنة أو فكرة استثمارية جيدة، بغضّ النظر عن السعر.

«الأمر الأكثر أهميّة» 1 يوليو، 2003م

“The Most Important Thing,” July 1, 2003



يوجد عنصر أساسي في فرضية السوق الفاعلة - وهو عنصر منطقي تمامًا - يفيد أنك إذا اشتريت شيئاً مقابل قيمته العادلة، فمن الممكن أن تتوقع عائدات عادلة عند أخذ المخاطرة بالحسبان. لكنّ المستثمرين الفاعلين لا يستثمرون لمجرد الحصول على عائدات عادلة مصحّحة بما يتناسب مع المخاطر. إنهم يريدون عائدات متفوّقة. (إن كنت سترضى بالعائدات العادلة، فلم تلجأ إلى الاستثمار السلبي، في صندوق يعمل وفق المؤشّرات، فتوفّر على نفسك متاعب كثيرة؟). وهكذا، فإنّ شراء شيء ما بقيمته الحقيقية ليس أمرًا استثنائيًا، ودفع أكثر من قيمة الشيء ليس إلاّ غلطة واضحة. يتطلّب الأمر عملاً كثيرًا أو حظًا وافراً؛ لتحويل شيء اشتري بسعر مرتفع جدًّا، إلى استثمار ناجح فعلاً.

هل تتذكّرون استثمارات «نيفتي فيفتي» «Nifty Fifty»، التي تحدّثت عنها في الفصل السابق؟ كان أكثر هذه الشركات الرائدة، في أيام عزّها، تتمتع بمعدلات سعر/أرباح (أي نسبة سعر السهم إلى الأرباح الناجمة عن كل حصة) يتراوح بين 80 و90. (للمقارنة، كان المعدل الوسطي للسعر/الأرباح على الأسهم بعد الحرب العالمية الثانية، يتأرجح حول 15 فقط). لم يكن أحد من أنصار تلك الشركات، يشعر بأي قلق في ما يخص هذه التقويمات المرتفعة لأسعار أسهمها، ثم تغيّر كل شيء خلال سنوات معدودة فقط. في أوائل السبعينيات بردت سوق الأسهم، وأدّت عوامل خارجية، مثل حظر النفط وزيادة التضخم، إلى جعل الصورة ضبابية، فانهارت أسهم (نيفتي فيفتي). وخلال سنوات قليلة تراجعت معدلات الأسعار/الأرباح من 80 أو 90 إلى 8 أو 9، ما يعني أنّ المستثمرين في أفضل الشركات الأمريكية خسروا 90% من أموالهم. لعلّ هؤلاء الناس اشتروا أسهمًا في شركات عظيمة، لكنهم دفعوا أسعارًا غير صحيحة من أجل هذه الأسهم.

نقول في شركة (أو كتري): «الشراء الجيد يعادل نصف الطريق إلى البيع». ونعني بهذا أنّنا لا ننفق وقتًا كثيرًا على التفكير في السعر، الذي سيسمح لنا بالبيع في ما بعد، أو متى يكون ذلك، أو إلى من نبيع، أو من خلال أيّة آلية للبيع. إذا اشتريت الشيء بسعر رخيص، فستجيب تلك الأسئلة عن أنفسها في آخر المطاف. إذا كان تقديرك للقيمة الحقيقية صحيحًا، فإنّ سعر الأصل سيقترّب من قيمته الحقيقية مع الوقت.

ما قيمة الشركات؟ في النهاية، هي ما ينتهي إليه الأمر. لا يكفي أن تشتري حصة في فترة جيّدة، أو حتّى في شركة جيّدة. يجب أن تشتري بسعر منطقي (أو بسعر أفضل من ذلك إن استطعت).

«بيل دوت كوم» 3 يناير، 2000م

“bubble.com,” January 3, 2000



يطرح كل ما تقدّم سؤالاً مهمّاً: ما الذي يسهم في تكوين السعر؟ ما الذي يجب أن يبحث عنه المشتري المحتمل كي يتأكد أنّ السعر صحيح؟ من الطبيعي أن يبحث عن القيمة الأساسية لهذا السهم. ولكن، يتأثر سعر السهم في معظم الأوقات بعاملين اثنين على الأقل، إضافة إلى تقلباته المقرّرة مسبقاً على المدى القصير: الجانب النفسي، والجانب الفني.

إنّ أكثر المستثمرين - ومعظم غير المحترفين بكل تأكيد - لا يعرفون الكثير عن الجوانب الفنية. إنّها عوامل غير أساسية - أشياء لا علاقة لها بالقيمة - تؤثر في الطلب والعرض في ما يخص الأسهم والأوراق المالية. إليكم مثالان: البيع القسري الذي يحدث عندما يؤدي انهيار السوق، إلى إجبار المستثمرين بأموال مقترضة على البيع عند تلقّي طلبات سداد هذه الأموال، والتدفّقات النقدية القادمة إلى الصناديق المشتركة التي تفرض الشراء على مديري المحافظ الاستثمارية. وفي الحالتين، يكون الناس مضطرين إلى الدخول في عمليات تبادل للأوراق النقدية والأسهم، من دون اهتمام كبير بالسعر. صدقوني، لا شيء أفضل من الشراء من شخص مضطر إلى البيع، بغضّ النظر عن السعر، وذلك في أثناء فترة الانهيار. لقد كان كثير من أفضل صفقات الشراء التي قمنا بها، ناجماً عن هذا السبب. لكن من الواجب هنا ذكر ملاحظتين اثنتين:

- لا يمكنك أن تبني سيرتك المهنية على الشراء من بائعين مضطرين إلى البيع، ثم البيع إلى مشتريين مضطرين إلى الشراء. إنهم لا يتوافرون طيلة الوقت؛ لأن تلك الحالات ليست إلا مناسبات نادرة الحدوث تقع في الحالات الحديّة من فترات الأزمات أو الفقاعات.
- بما أنّ الشراء من بائع مضطر إلى البيع، هو أفضل شيء في العالم، فإنّ كونك مضطراً إلى البيع هو أسوأ الأمور في العالم أيضاً. يعني هذا أنّه من الأهميّة بمكان، أن ترتّب أمورك بحيث تكون قادراً على مواصلة الاحتفاظ بما لديك - من دون أن تبيع - في أسوأ الأوقات. يتطلّب هذا (رأسمال) بعيد المدى، وموارد نفسية قوية في الوقت نفسه.

يصل بنا هذا إلى العامل الثاني الذي يمارس تأثيراً كبيراً في السعر، ألا وهو العامل النفسي. لا سبيل إلى المبالغة في تقدير أهميّة هذا العامل، والواقع أنّه حيوي جداً إلى درجة أنّني سأخصّص له عدداً من الفصول القادمة؛ لمناقشة نفسية المستثمر، وكيفية التعامل مع مظاهرها المختلفة.

بما أنّ التحليل المالي المتّسم بالمهارة هو المفتاح إلى التنبّط من القيمة، فإنّ المفتاح إلى فهم علاقة السعر/القيمة، والصورة العامّة لها، يكمن إلى حد كبير في التنبّط في أذهان المستثمرين الآخرين. يمكن أن يُسعر السهم تبعاً لنفسية المستثمر بأية قيمة تقريباً على المدى القصير، وذلك بغضّ النظر عن معطياته الأساسية.

لا تتعلّق المهارة الأكثر أهمّية هنا بالحاسبة أو بالاقتصاد، بل بعلم النفس.

المفتاح هو: من الذي يجبّ هذا الاستثمار الآن، ومن الذي لا يجبّه؟ ستّحدد تغيّرات السعر في المستقبل، فإذا كان هذا السهم سيصبح محبوباً من قِبَل مزيد من الناس، أو من قِبَل عدد أقل في المستقبل. إنّ الاستثمار مباراة في الشعبية! والأمر الأكثر خطورة هو شراء أي شيء عندما يكون في قمة شعبيته. عند تلك النقطة يتجسّد في سعر الشيء كل ما يحيط به من حقائق مرغوبة ومن آراء محبّذة، ولا يبقى مشترون جدد للظهور.

أما الأمر الأكثر أماناً، وقد يكون الأكثر ربحية أيضاً، فهو الشراء عندما يكون السهم غير محبوب لدى أحد من المستثمرين. فإذا أُعطي هذا السهم وقتاً؛ فإنّ شعبيته وسعره، يمكن أن يسيرا في اتجاه واحد فقط: إلى الأعلى.

«أفكار عشوائية حول تحديد الاستثمار والفرص» 24 يناير، 1994م

“Random Thoughts on the Identification of Investment, Opportunities,” January 24, 1994

من الواضح أنّ هذه منطقة أخرى تميّز بأنّها: (أ) ذات أهمّية حاسمة، و(ب) صعبة الإتيان إلى حد كبير. أول الأمور هو أنّ الجانب النفسي مضلّ. والأمر الثاني هو أنّ العوامل النفسية التي تمارس تأثيرها في أذهان المستثمرين الآخرين وتؤثّر في قراراتهم، ستمارس تأثيرها في ذهنك أنت أيضاً. ومثلما ستقرأ في الفصول القادمة، تميل هذه القوى إلى جعل الناس يتصرّفون على عكس ما يتعيّن على المستثمر المتفوّق أن يفعله. إذن، كي تحمي نفسك، عليك أن تستثمر الوقت والجهد في فهم نفسية السوق. ومن الأساسي أيضاً، أن نفهم أنّ القيمة الأساسية لن تكون إلا واحداً من العوامل التي تحدّد سعر السهم يوم تشتره. حاول أن تجعل العوامل النفسية والفنية تقف في صفك أيضاً.



إنّ القطب المقابل تماماً للاستثمار الواعي بالقيمة، هو الجري وراء الفقاعات من دون تفكير، أي حيث نجد تجاهلاً تاماً بين السعر والقيمة. تبدأ كل فقاعة بشذرة من الحقيقة:

- إنّ أزهار التوليب جميلة ونادرة الوجود (في هولندا القرن السابع عشر).

- سيغيّر الإنترنت العالم.
- يمكن للاستثمار العقاري أن يتحمّل آثار التضخّم، وأنت قادر دائماً على العيش في البيت الذي تشتريه.

يوجد بعض المستثمرين الأذكياء الذين يدركون هذه الحقائق (أو لعلهم يتنبّأون بها أيضاً)؛ فيستثمرون في الأصول وتبدأ أرباحهم بالظهور. وعند ذلك يلتقط الفكرة مستثمرون آخرون - أو لعلهم يلاحظون فقط أنّ الناس بدأت تجني أرباحاً - فيشترون بدورهم، ما يؤدي إلى ارتفاع سعر الأصول في القطاع المعني. لكن، ومع مزيد من ارتفاع الأسعار فإنّ فكرة الحصول على المال السهل تلهب حماسة مزيد من المستثمرين، فيتراجع تفكيرهم في إذا كان السعر المعروف عادلاً أم غير عادل. إنّ هذه حالة متطرّفة من الحالات الواضحة التي كنت أصفها قبل قليل: يجب أن يتراجع إقبال الناس على الشيء عندما يرتفع سعره، أمّا في الاستثمار فمن المرجّح أن يصبحوا أكثر حباً له.

بين عامي (2004 - 2006) م، على سبيل المثال، لم يكن الناس يرون إلاّ أشياء جيّدة في المنازل والشقق الفندقية: إنّها جاذبية المشاركة في الحلم الأمريكي؛ حلم امتلاك منزل، والقدرة على الاستفادة من التضخّم، وحقيقة أنّ القروض العقارية كانت رخيصة، ودفعات تسديد هذه القروض معفاة من الضرائب. وظهرت أيضاً الحكمة التي يقبلها الجميع؛ الحكمة القائلة «إنّ أسعار المنازل ترتفع فقط». نعرف كلّنا ماذا حدث لهذه الشجرة من الحكمة! ثم ماذا عن تلك الفكرة الخطأ الشهيرة، فكرة «لا يمكن أن يخسر» في فقاعات التكنولوجيا، لم يكن الناس يهتمّون أبداً إن كان السهم مسعّراً بصورة مرتفعة كثيراً؛ لأنّهم كانوا واثقين من أن أحداً سيكون راغباً في شرائه مقابل سعر أعلى. ومن سوء الحظ، أنّ نظرية «الأحمق أكثر مني» لا تعمل إلاّ إلى نقطة تتوقّف فيها عن العمل. هذا لأنّ التوقيت يفعل فعله في آخر الأمر، ويكون على من يملكون السهم أن يواجهوا الحقيقة عند ذلك.

- يمكن أن تكون إيجابيات سهم من الأسهم حقيقية تماماً، لكن هذا لا يمنع من تحقيق خسائر متواصلة إذا دفعت فيه ثمناً أكثر ممّا يجب.
- تلك الإيجابيات - والأرباح الضخمة التي يبدو أنّ الجميع مستمتع بها - يمكنها فقط أن تجعل من يقاومون المشاركة، يرضخون في آخر الأمر فيشترون أيضاً.
- يبلغ السهم، أو المجموعة، أو السوق، نقطة «القمّة» عندما يأتي آخر شخص يشتريه. وغالباً ما يكون توقيت ذلك غير متعلّق بالتطورات الأساسية.

- إنَّ عبارة «الأسعار مرتفعة كثيراً» بعيدة كل البعد من أن تكون مرادفاً لعبارة «التطوُّر القادم هو الهبوط». يمكن أن تكون الأشياء مسعرة بأسعار مبالغ فيها، لكنّها تستمر على ذلك النحور زمنًا طويلًا... أو تمضي أكثر من ذلك أيضًا.
- في النهاية، لا بد أن يلعب التقييم دوره.

«بيل دوت كوم» 3 يناير، 2000م

“bubble.com,” January 3, 2000

المشكلة هي أنه في زمن الفقاعات، تتحوّل كلمة «جذاب» إلى «جذاب بأي سعر». يقول الناس غالبًا: «إنّه ليس رخيصًا، لكنني أظن أنه سيستمر في الارتفاع بسبب فائض السيولة» (أو لأية أسباب أخرى). بكلمات أخرى فإنهم يقولون: «لقد بلغ السعر أقصاه، لكنني أظن أنه سيتجاوز ذلك». إنَّ شراء الأسهم والأصول أو الاحتفاظ بها على هذا الأساس، مسألة خاضعة للحظ تمامًا، لكنّها هي ما يُنشئ الفقاعات!

في حالة الفقاعة، ينفصل الاندفاع الانفعالي المتحمّس وراء زخم السوق انفصالاً تامًا، عن أي مفهوم يتعلّق بالقيمة وبالسعر العادل، ويتكفّل الجشع (إضافة إلى الآلام التي يسببها الوقوف جانبًا، بينما يحقّق الآخرون ما يبدو لنا مألّفًا سهلاً) بتحييد أي تحوُّط، يمكنه أن يضبط المسار في حالات أخرى. ألخصّ ما سبق فأقول: أعتقد أنّ المنهج الاستثماري المستند إلى القيمة الحقيقية الصلبة، هو المنهج الأكثر موثوقية. وعلى النقيض من ذلك فإنّ الاتّكال على الآخرين لمنحك أرباحًا بغضّ النظر عن القيمة - أي الاعتماد على الفقاعة - هو أقلّ المنهجيات موثوقية على أقلّ تقدير.



فلننظر في الجذور المحتملة للأرباح الاستثمارية:

- الاستفادة من ارتفاع القيمة الحقيقية للأصول: تكمن المشكلة في أنّ الزيادات التي تطرأ على القيمة، تكون صعبة التوقُّع بصورة دقيقة غالبًا، ثم تكون النظرة التقليدية إلى احتمال الزيادة عادة، مدعومة بسعر الأصل نفسه، ما يعني أنّه إذا لم تكن نظرتك مختلفة عن الإجماع العام ومتقدّمة عليه، فمن المرجّح أنّك تدفع منذ الآن ثمن ذلك التحسّن المحتمل. وفي بعض المجالات الاستثمارية - شراء الشركات والعقارات خاصّة - يمكن أن يجتهد «المستثمرون المتحكّمون» لإيجاد زيادة في القيمة، من خلال الإدارة الفاعلة للأصل المعني. يستحق هذا الأمر القيام به، لكنّه يستهلك وقتًا طويلًا، إضافة إلى أنّه

غير مؤكد النتائج ويتطلب خبرة كبيرة. ومن الممكن مصادفة صعوبة كبيرة في تحقيق التحسّن المطلوب على شركة جيّدة أصلاً، على سبيل المثال.

- الاستفادة من إمكانية الاستدانة للشراء: تكمن المشكلة هنا، أنّ اللجوء إلى الاستدانة - الشراء بمال مقترض - لا يؤدي إلى جعل الاستثمار أفضل ممّا هو، أو إلى زيادة ربحيته أو مكاسبه. إنّهُ لا يفعل إلاّ تضخيم الأرباح أو الخسائر التي يمكن تحقيقها. ويضيف مخاطرة التعلّص إلى الدمار، إذا فشلت المحفظة الاستثمارية في اجتياز اختبار القيمة التعاقدية، فأصبح المقرضون قادرين على المطالبة باسترجاع أموالهم في أي وقت، عندما تهبط الأسعار وتقل السيولة. على مر السنين، ارتبط الاستثمار عن طريق الاستدانة بتحقيق إيرادات عالية، لكنّه ارتبط بأكبر حالات الانهيار أيضاً.

- البيع بسعر أعلى من قيمة الأصول: يأمل كل مستثمر في مجيء مشتري مستعد لدفع ثمن زائد، مقابل ما هو معروض للبيع. لكن من المؤكّد أنّ الأمل في قدوم هذا «الغبي» لا يمكن الاعتماد عليه. وعلى نقيض حالة امتلاك أصول مسعّرة بأقل من قيمتها، يمكن أن يزداد سعرها مقترّباً من قيمتها الحقيقية، فإنّ توقّع زيادة أسعار الأصول المسعّرة بشكل عادل، أو المسعّرة بأكثر من قيمتها، يقتضي توافر حالة لاعقلانية تماماً لدى المشتري المحتمل. وهذا لا يمكن الاعتماد عليه قطعاً.

- شراء شيء بأقل من قيمته: في رأيي، هذه هي الطريقة الأكثر موثوقية لجني الأموال. إنّ شراء الأصول بأقل من قيمتها الحقيقية، ثم ارتفاع سعرها ليقترّب من هذه القيمة، لا يتطلب حدوث أي شيء عجيب. إنّهُ يتطلب فقط أن يقترّب المشاركون في السوق من الواقع. وعندما تعمل السوق بصورة صحيحة؛ فإنّ القيمة تؤثر في السعر تأثير المغناطيس. من الطرق المحتملة جميعها للوصول إلى الأرباح الاستثمارية، يتّضح أنّ الشراء بسعر رخيص هو أكثر الطرق موثوقية. لكنّ هذا لا يكفل النجاح في حد ذاته؛ للأسباب الآتية:

- قد تكون مخطئاً في ما يتعلّق بالقيمة الحالية للأصل أو السهم.
- قد يحدث أمر يؤدي إلى انخفاض تلك القيمة.
- قد يبياع ذلك الشيء المُشترى بأقل من قيمته بكثير؛ بسبب تدهور الأوضاع، أو تراجع الأسواق.
- قد يستغرق التقارب بين السعر والقيمة الحقيقية، وقتاً أطول ممّا تستطيع احتماله.

• مثلما أشار جون ماينارد كينز، فإنَّ «السوق يمكن أن تظل غير عقلانية مدّة أطول ممّا تستطيع أنت أن تتجنّب الإعسار».

إنّ محاولة الشراء بأقل من القيمة الحقيقية ليست أمرًا معصومًا من الأخطاء، لكنّه أفضل ما لدينا من فرص في عالم الاستثمار.