

الفصل الثاني

تحصيل وورن بفت العلمي

لا يتمكن سوى حفنة من الناس من مُجارة سجل وورن بفت الاستثماري، ولا يستطيع أحد أن يعلو فوقه، حيث استمر بنجاح لأضاهى في مسلك راسخ خلال أربعة عقود من تقلبات السوق صعوداً وهبوطاً، بإنجازٍ يخطف الأبصار حتى في الأوقات المناوئة كثيراً له، ومع ذلك فقد حقق الغلبة المرة تلو المرة على غيره من الذين سجّلت لهم مآثرهم نجومية مؤقتة كالشرارة في وضح النهار، وهو ينظر مبتسماً ويتابع مسيرته.

كيف توصل وورن بفت إلى هذه الفلسفة الاستثمارية؟ من الذين أثروا بتفكيره، وكيف جسّد من تعاليمهم أفعالاً؟ ولنطرح السؤال بوجه آخر: كيف برزت هذه العبقرية على وجه الخصوص بهذا الاختلاف؟

أسلوب وورن بفت الاستثماري يخصه وحده بانفراد، ومع ذلك فهو يقوم على أساس صلب من فلسفات استمدت من أربع شخصيات بارزة: بنيامين غراهام Benjamin Graham و فيليب فيشر Philip Fisher و جون بر ويليامز John Burr Williams و تشارلز منغر Charles Munger، وإليهم مجتمعين يعود الفضل في تكوين ثقافته المالية بجانبها المنهجي واللامنهجي، وهم معلمون بالمعنى التقليدي إلا الرابع فهو شريكه وتوأم روحه وصديقه، ولهم جميعاً تأثير على تفكيره، وكذلك لديهم الكثير مما يقدمونه لمستثمري هذه الأيام أيضاً.

بنيامين غراهام Benjamin Graham

يُعدُّ غراهام عميد التحليل المالي، وقد مُنِحَ هذا التمييز لأنه «لم يكن لمهنة (التحليل المالي) كيان قبله، وأطلقت عليها هذه التسمية بعده»، أما كتاباه (تحليل الأوراق المالية *Security Analysis*) بالمشاركة مع ديفيد دود David Dodd - الصادر أصلاً عام 1934 - و (المستثمر الذكي *The Intelligent Investor*) المنشور أول مرة عام 1949، فهما أعظم مؤلفاته حُظوةً.

ظهر كتاب تحليل الأوراق المالية قبل بضع سنوات من انهيار سوق الأسهم عام 1929 في خضمَّ أسوأ كساد نزل بالأمّة. وحين كان رجال العلم الآخرون يبحثون عن تفسير لهذه الظاهرة الاقتصادية راح غراهام يساعد الناس على استرجاع موطئ قدمهم المالي من خلال أسلوب عملي مفيد.

بدأ غراهام مسيرته المهنية في وول ستريت Wall Street مراسلاً في شركة هيندرسون أند لوب Henderson & Loeb في نيويورك في نيويبرغر Newburger للسمسرة إضافة إلى كتابة أسعار السندات والأسهم على لوح لقاء اثني عشر دولاراً في الأسبوع، ثم ارتقى إلى كتابة تقارير بحثية، وسرعان ما مُنِحَ حصة في الشركة، وكان بحلول عام 1919 قد بلغ الخامسة والعشرين ويتقاضى راتباً سنوياً قدره ستمئة ألف دولار.

شكّل غراهام عام 1926 مع جيروم نيومان Jerome Newman شركة استثمارية استخدمت وورن بفت بعد حوالي ثلاثين سنة. تفادت شركة غراهام - نيومان انهيار عام 1929 والكساد الكبير والحرب العالمية الثانية والحرب الكورية قبل أن تتحل عام 1956 .

قام غراهام بين عامي 1928 و 1956 في أثناء وجوده في هذه الشركة بتدريس دورات تعليمية ليلية في المالية بجامعة كولومبيا. هناك قلّة من الناس يعرفون أنه تحطم من الناحية المالية خلال انهيار 1929، وأنه انطلق لبناء ثروته

المرّة الثانية في حياته، أولاهما عند وفاة والده تاركاً أسرته بلا حماية مالية. أتاحت له دنيا العلم والثقافة ملاذاً للتأمل وإعادة بناء ثروته. أجرى غراهام - بمشورة الأستاذ بجامعة كولومبيا ديفيد دود David Dodd - بحثاً تقليدياً هو تحليل الأوراق المالية *Security Analysis* وأصبح فيما بعد رسالة في الاستثمار المحافظ، ثم نشأت فيما بينهما خبرة استثمارية امتدت خمسة عشر عاماً استهلك منها هذا الكتاب أربع سنوات.

إن خلاصة كتاب تحليل الأوراق المالية هي أن محفظة استثمارية متنوعة تضم أسهماً عادية وتقوم على أسعار معقولة يمكن أن تشكل استثماراً سليماً، ويستطيع غراهام من خلال خطوة إثر خطوة تمييز بالانتباه من مساعدة المستثمر على رؤية المنطق في أسلوبه.

أول المشكلات التي تعيّن على غراهام طرحها هي عدم وجود تعريف عالمي للاستثمار يمكن من خلاله التمييز بينه وبين المضاربة، وبعد أن أخذ التعقيدات التي تلفّ هذا الموضوع بعين الاعتبار طرح تعريفه الخاص: «العملية الاستثمارية هي عملية واعدة بسلامة القيمة الاسمية للأداة المستثمرة وبعائد مُرضٍ، وذلك بعد تحليل مستفيض لها، أما العمليات التي لا تستوفي هذه المتطلبات فتتسم بالمضاربة»².

ماذا قصد بعبارة «تحليل مستفيض»؟ إنه «الدراسة الواعية للحقائق المتاحة مع محاولة استخلاص نتائج منها قائمة على مبادئ مقررّة ومنطق سليم»³.

القسم التالي من تعريف غراهام حاسم: يجب أن يتميز الاستثمار الحقيقي بصفتين: شيء من سلامة القيمة الاسمية وعاثد بمعدّل معقول، وهو يحذر من أن السلامة ليست مطلقة، والوقائع غير المألوفة أو غير المحتملة يمكن أن تؤدي بالسند السليم إلى التقصير في سداد أصل الدين، والأفضل أن يبحث المستثمرون عن شيء يمكن اعتباره سالماً من الخسارة في الأحوال المعقولة.

لا تشمل الضرورة الثانية - العائد المُرضي - على الدخل فقط بل على ارتفاع القيمة أيضاً، ويعلق غراهام بأن كلمة «مُرضي» هي اصطلاح شخصي، فالعائد يمكن أن يكون أي مبلغ مهما قلَّ طالما أن المستثمر يعمل بذكاء ويلتزم بالتعريف الكامل للاستثمار.

لو لم يكن الأمر متعلقاً بالأداء السيء لسوق السندات لَصُرف النظر عن تعريف غراهام، إذ لم يعد بالإمكان اعتبار السندات وفق التفكير السليم مجرد استثمارات بحثة بين عامي 1929 و 1932 حين انهار معدل مؤشر داو جونز للسندات Dow Jones Bond Average من 97,70 نقطة إلى 65,78. والسندات - مثل الأسهم - لم تفقد جزءاً كبيراً من قيمتها فحسب بل إن كثيراً ممن أصدروها أفلسوا أيضاً. ولذلك دعت الحاجة إلى عملية يمكن أن تميز خصائص استثمارية للأسهم والسندات عن نظيراتها التي تتسم بالمضاربة.

أحال غراهام مفهوم الاستثمار السليم إلى شعار سُمي «هامش الأمان»، وسعى من خلاله إلى توحيد جميع الأوراق المالية والأسهم والسندات في أسلوب استثماري واحد.

إن هامش الأمان في جوهره يوجد حين تباع الأوراق المالية لأي سبب بسعر أقل من قيمتها الذاتية. كانت فكرة شراء أوراق مالية بسعر أدنى من قيمتها - وبصرف النظر عن المستويات السائدة في السوق - تمثل فكرة جديدة في ثلاثينيات وأربعينيات القرن العشرين، وكان هدف غراهام أن يضع خلاصة لهذه الاستراتيجية.

يرى غراهام أن إنشاء مفهوم هامش الأمان الخاص بالسندات لا ينطوي على كثير من الصعوبة، وليس من الضروري - على حد قوله - تحديد دخل الشركة المستقبلي بدقة، بل ملاحظة الفرق بين الأرباح والنفقات الثابتة فقط. فإذا كان ذلك الهامش واسعاً بما يكفي تحققت حماية المستثمر من الهبوط غير المتوقع في

دخل الشركة، ولو قام محلل على سبيل المثال بمراجعة تاريخ عمل إحدى الشركات ووجد أنها حققت ربحاً بلغ متوسطه في السنوات الخمس الماضية خمسة أضعاف نفقاتها الثابتة لقلنا إن في سنداتنا هامش أمان.

كانت قدرة غراهام على تكييف هذا المفهوم - ليتماشى مع الأسهم العادية - تمثل الاختبار الحقيقي، وعلل ذلك بأن استخدام هامش الأمان ممكن حين يكون الفرق بين سعر السهم وقيمة الشركة الذاتية كبيراً بدرجة كافية.

اعترف غراهام بحاجة المستثمرين إلى طريقة لتحديد الأسهم ذات القيمة المنخفضة من أجل ضمان عمل هذه الاستراتيجية بشكل نظامي، وهذا يعني أنهم بحاجة أيضاً إلى آلية لتحديد قيمة الشركة الذاتية؛ أي «القيمة التي يتم تحديدها من خلال الحقائق» كما عرفها في كتابه تحليل الأوراق المالية، وهذه الحقائق تشتمل على أصول الشركة وأرباحها وربح السهم والأمور الأخرى المحددة الممولة في المستقبل.

أقر غراهام أن العامل الوحيد الأكثر أهمية في تحديد قيمة الشركة يكمن في قوة أرباحها المستقبلية، وهو حساب ربحاً يكون غير دقيق. وبعبارة بسيطة: يمكن الوصول إلى قيمة الشركة الذاتية عن طريق تقدير أرباحها، ثم ضربها بعامل رسملة * مناسب. وعامل الضرب هذا يتأثر بثبات وتوالي أرباح الشركة وأصولها وسياسة ربح السهم وصحة جسمها المالية.

طالبنا غراهام بالقبول بأن القيمة الذاتية مفهوم محير. إن هذه القيمة تختلف عن السعر الذي تحدده السوق، وتماثل - حسب الظن - قيمة الشركة الدفترية أو مبلغ أصولها الحقيقية منقوصاً منه التزامات الشركة. أدت هذه الفكرة إلى الاعتقاد المبكر أن القيمة الذاتية محددة، لكن المحللين أدركوا أن قيمة الشركة ليست صافي أصولها الحقيقية فقط، بل تشتمل أيضاً على قيمة الأرباح

* الرسملة باختصار هي مجموع الأموال المتاحة للشركة على المدى الطويل (المعرب)

التي تولدها هذه الأصول. وليس من الضروري تحديد قيمة الشركة الحقيقية على وجه الدقة - كما اقترح غراهام - بل يتوجب على المستثمرين بدلاً من ذلك القبول بمعيار تقريبي أو مجال للقيمة، وحتى القيمة التقريبية - مقارنة بسعر البيع - تعدُّ كافية لقياس هامش الأمان.

هناك - كما يقول غراهام - قاعدتان للاستثمار، الأولى: لاتخسر، والثانية: لاتنسُ القاعدة الأولى. قادت فلسفة القاعدة الأولى «لاتخسر» نحو أسلوبين لاختيار الأسهم العادية، وهما عند التطبيق يلتزمان بهامش الأمان، الأول شراء الشركة بسعر يقل عن ثلثي صافي قيمة أصولها الثابتة؛ والثاني يركز على الأسهم التي تكون نسبة سعرها مقسومة على أرباح الشركة السنوية الصافية منخفضة.

إن شراء سهم بسعر يقل عن ثلثي قيمة أصوله الثابتة يدخل ضمن إحساس غراهام بالحاضر ويلي رغبته بشيء من التوقعات الرياضية، ولا يعير بالأل إلى مصنع الشركة وممتلكاتها ومعداتها، كما يطرح جانباً جميع مطالب الشركة قصيرة أو طويلة الأجل، وتبقى - بعد ذلك كله - على قيمة الأصول الحالية الصافية. يرى غراهام أن هامش الأمان موجود وأن الشراء مضمون حين يكون سعر السهم أدنى من قيمته المقابلة بموجب هذه العملية الرياضية.

عدَّ غراهام هذه العملية بمنزلة طريقة استثمارية مأمونة؛ ولكنه أقر أن انتظار التصحيح الذي تقوم به السوق قبل المباشرة بالاستثمار قد لا يكون معقولاً، فانطلق ليضع أسلوباً آخر لشراء الأسهم، وركَّز فيه على الأسهم ذات السعر المتدني والتي يتم بيعها بمعدل يقل عن نسبة قيمة السعر مقسومة على ربح الشركة الصافي السنوي. إلا أنه لأبَدَّ من أن تمتلك الشركة أيضاً شيئاً من قيمة الأصول الصافية وأن تقلَّ مديونيتها عن قيمتها.

طال بحث كثير من المستثمرين على مر السنين عن طرق مشابهة كثيرة تفضي إلى تحديد القيمة الذاتية، وحظي بالمقام المفضل مبدأً غراهام الأول المتمثل في كون نسبة قيمة السعر مقسومة على ربح الشركة الصافي السنوي منخفضة.

غير أننا علمنا أن بناء القرار على هذه النسب وحدها لا يكفي لضمان عوائد ربحية. هذا ويعتمد كثير من المستثمرين اليوم على تعريف القيمة التقليدي الذي وضعه جون بر ويليامز John Burr Williams والموصوف لاحقاً في هذا الفصل: إن قيمة أي استثمار هي القيمة الحالية المخصومة لتدفق النقد المستقبلي فيها.

الأفكار الأساس للاستثمار هي التفتيش عن الأسهم باعتبارها عملاً، واستخدام تذبذبات السوق لمصلحتك والبحث عن هامش أمان. هذا ما علمنا إياه بن غراهام Ben Graham، وسيبقى بعد مئة سنة كما هو: حجر الزاوية في الاستثمار⁴.

وورن بفت، 1994

ثمّة صفات مشتركة بين كل من أسلوب بن غراهام؛ شراء الأسهم بقيمة أقل من ثلثي صافي قيمة أصول الشركة وشراء الأسهم التي تكون مضاعفات نسبة قيمة أسعارها مقسومة على ربح الشركة الصافي السنوي منخفضة. ولم تكن الأسهم التي اختارها غراهام على أساسهما موضع تفضيل أبداً في السوق، فبعض الوقائع الكبيرة والصغيرة جعلت السوق تحدد أسعارها بأقل من قيمتها، وأحسّ غراهام أن هذه الأسهم - التي وُضعت أسعارها بقيمة منخفضة و«بشكل لا يُبرر» - هي مشتريات مُغرية.

قامت قناعة غراهام على بعض الافتراضات، أولها اعتقاده أن السوق في كثير من الأحيان تضع أسعاراً مغلوطة، ويعود ذلك عادة إلى العواطف البشرية من خوف وجشع، فالجشع - في أقصى درجات التفاؤل - يدفع بالأسهم إلى أبعد من قيمتها الذاتية مما يؤدي إلى سوقٍ أسعارها زائدة، والخوف يدفع بالأسعار في أحوال أخرى إلى أقل من قيمتها الذاتية فيؤدي ذلك إلى سوقٍ متدنية

الأسعار وثاني الافتراضات قام على الظاهرة الإحصائية المعروفة بـ «العودة إلى المتوسط الحسابي» الذي لم يستخدمه غراهام، والذي اقتبس - للتعبير عنه بصورة أبلغ - نصاً من الشاعر هورس Horace: « سينهض كثير من المتعثرين اليوم من كبوتهم غداً، وكثير ممن ينعمون بالشرف اليوم سيسقطون في الغد.. » يعتقد غراهام - سواء كان التعبير مقتبساً من إحصائي أو شاعر- أن باستطاعة المستثمر أن يريح من القوى الإصلاحية في سوق غير كفاء.

فيليب فيشر Philip Fisher

حين كان غراهام يؤلف كتابه تحليل الأوراق المالية كان فيليب فيشر يبدأ انطلاقته مستشاراً استثمارياً إذ باشر عمله - بعد تخرجه من كلية إدارة الأعمال في جامعة ستانفورد Stanford - محلاً بمصرف لندن وباريس البريطاني الوطني Anglo London & Paris National Bank في سان فرانسيسكو، وأصبح في أقل من سنتين رئيساً لدائرة الإحصاء فيه، ومن هنا شاهد انهيار سوق الأسهم عام 1929، وبعد عمل قصير الأمد وغير مثمر في دار سمسرة محلية قرر الانطلاق بشركته الخاصة لتقديم الاستشارات الاستثمارية، فبدأت شركة فيشر وشركاه Fisher & Company تستجلب الزبائن في الأول من آذار / مارس 1931.

ربما بدت المباشرة بشركة استشارات استثمارية في ثلاثينيات القرن العشرين ضرباً من التهور، ولكن فيشر ظن أن لديه ميزتين؛ أولاهما أن أي مستثمر نجا من الانهيار بشيء من المال قد لا يكون على وفاق مع سمساره الحالي؛ والثانية أن وقتاً طويلاً قد يتوفر لدى رجال الأعمال في خضم الكساد الكبير للجلوس والتحدث إليه.

تطلبت دراسة فيشر لأحد مقررات كلية إدارة الأعمال في ستانفورد Stan ford مراقبة أستاذ في زيارات دورية لشركات في منطقة سان فرانسيسكو؛ حيث يلتقي خلالها بمديري الشركات للتحدث عن أعمالهم وتقديم المعونة لهم

في معظم الأحيان على حل مشكلاتهم الآنية. وفي أثناء العودة إلى ستانفورد كان فيشر وأستاذه يسترجعان مُجريات الأحاديث مع الشركات والمديرين الذين التقوهم، «فكانت تلك الساعة» كما قال فيشر «هي أكثر التدريبات التي تلقيتها فائدة».⁵

أدت هذه الخبرات بفيشر إلى الاعتقاد أن الناس قد يحققون فوائد أكبر عن طريق (1) الاستثمار في شركات واعدة ذات مستوى يزيد عن المعدل؛ و (2) ربط أنفسهم بأكثر الإدارات قدرة. ومن أجل فرز هذه الشركات أطلق فيشر نظام تنقيط يؤهل الشركة من خلال خصائص عملها وإدارتها.

كانت أكثر الخصائص التي أثرت بفيشر وتعلقت بالأمر الأول - الشركات الواعدة ذات المستوى الذي يزيد عن المعدل - هي قدرة الشركة على تنمية المبيعات عبر السنين بمعدلات تفوق مثيلاتها السائدة في المهنة.⁶ هذه التنمية بدورها ربطت بين عاملين: التزام متميز بالبحث والتطوير، وهيئة فاعلة للمبيعات. يمكن للشركة أن تطور منتجات وخدمات متميزة؛ ولكن جهود البحث والتطوير لن تترجم إلى إيرادات إلا إذا تم «تسويق (المنتجات والخدمات) بوساطة الخبرة».

يرى فيشر أن إمكانية السوق الواعدة وحدها تشكل نصف القصة؛ ونصفها الآخر هو الأرباح المتوالية، ويقول: «كل النمو الذي تحققه المبيعات في العالم لن يخلق النموذج الصحيح من المطية الاستثمارية إن لم يكن نمو الأرباح متناسقاً معها».⁷ وبناء على ذلك دقق في هوامش أرباح إحدى الشركات، والتزامها بالمحافظة عليها وتحسينها وأخيراً بتحليل التكلفة فيها وضوابط المحاسبة.

يقول فيشر إن أية شركة تقف عاجزة عن المحافظة على ربحيتها مالم تكن قادرة على وضع تحليل لتكاليف عملية التصنيع جنباً إلى جنب مع إدراك تكلفة كل خطوة منها. وفي هذه السبيل يجب على الشركة برأيه أن تنشئ وسائل فعالة للرقابة المحاسبية وتحليل التكاليف، وبفضل المعلومات الخاصة بالكلفة تتمكن

الشركة من توجيه مواردها نحو المنتجات او الخدمات الواعدة بأعلى مردود اقتصادي، وسوف تساعدنا هذه الوسائل أيضاً على بيان العقبات الخفية في عملياتها، وستكون كجهاز إنذار مبكر يهدف إلى حماية إجمالي ربحيتها.

ارتبطت حساسية فيشر بمسألة ربحية الشركة بهاجس آخر يكمن في قدرة الشركة على النمو في المستقبل دون الحاجة إلى جمع أموال لتوسيعها من خلال إصدار أسهم، ولو استطاعت أن تنمو فقط من خلال بيع الأسهم لحجَبَ العدد الأكبر من الأسهم المعروضة للتداول أية أرباح يمكن للمساهمين أن يحققوها من خلال نمو الشركة، فالشركة التي تتمتع بهوامش ربح عالية - كما يقول - أكثر قدرة على توليد تمويلات داخلية، وبذلك تحافظ على استدامة النمو دون إضعاف ملكية المساهمين الحالية.

الأمر الثاني الذي يراه فيشر مُهمّاً من أجل تحديد الشركات المطروحة أسهمها للتداول هو نوعية الإدارة، ويعتقد أن مديري الصف الأول مصممون على تطوير منتجات وخدمات جديدة تستمر في تحفيز نمو المبيعات بعد فترة طويلة من استغلال المنتجات أو الخدمات الحالية. يجب على الإدارة أن تضع سياسات لضمان أرباح متوالية لعشر سنوات أو عشرين قادمة حتى ولو تم ذلك على حساب الأرباح الفورية الثانوية، ويؤكد على أن من الواجب التطفل على هذه الأرباح وليس التضحية بها. يقوم المدير الذي يتمتع بمستوى فوق العادي بتنفيذ خطط الشركة طويلة الأمد ويركز في آن واحد على العمليات اليومية.

ثمة صفة أخرى يُعدّها فيشر على جانب كبير من الأهمية: هل في الشركة إدارة تتميز بالأمانة والشرف المطلقين؟ أيتصرف المديرون كما لو كانوا الأمانة على المساهمين أم تراهم مهتمين فقط بكيفياتهم الذاتية؟

هناك طريقة واحدة لتحديد نياتهم - على حد قول فيشر بثقة - هي ملاحظة كيفية تواصلهم مع المساهمين. لأبداً أن تصادف جميع الأعمال، الجيدة منها والسيئة، صعوباتٍ غير متوقعة، وحين تكون الشركة جيدة بشكل

عام يتحدث المديرين بحرية، أما في حال انهيار الشركة فبعضهم ينزعون إلى الصخب، ويؤكد فيشر أن طريقة مواجهة المديرين للمصاعب تكشف عن الكثير من شؤون الشركة.

يجب على الإدارة - من أجل ضمان نجاح العمل، كما يقول فيشر - أن توطد علاقات جيدة مع عمالها كي يشعروا أن شركتهم هي حقاً مكاناً جيداً لممارسة العمل؛ ويشعر المستخدمون ذوو الياقات الزرقاء أنهم يعاملون باحترام وأدب، والمستخدمون التنفيذيون أن الترقية تتم على أساس القدرة وليس المحاباة.

كما نظر فيشر في عمق الإدارة، فتساءل عن وجود فريق عمل موهوب إلى جانب المدير التنفيذي، وعن قدرته على التفويض بالسلطة لإدارة بعض أقسام العمل؟

درس فيشر في النهاية خصائص معينة في عمل وإدارة إحدى الشركات وقارنها بشركات أخرى في المجال نفسه، وحاول في بحثه أن يكشف النقاب عن دلائل ربما تساعد على فهم تميز شركة أمام منافسيها.

جادل فيشر في أن قراءة التقارير المالية عن الشركة وحدها لا تكفي لتبرير أي استثمار فيها، فالخطوة الحقيقية في الاستثمار المتعلق - كما شرحها - هي الحصول على أكبر قدر من المعطيات عن شركة ما عن طريق أفراد يعرفونها، واعترف أن هذا يمثل استقصاءً تجميعياً دعاه «برميل الفحم»، ويمكن أن نسميه اليوم كرم العنب العائد لهذا العمل؛ وأدعى أن المستثمر يمكن من خلال الأدلة الثرية المتوفرة في «برميل الفحم» أن يحدد الاستثمارات المبرزة.

قادت التحريات التي قام بها فيشر تحت مظلة برميل الفحم إلى مقابلة أكبر عدد ممكن من المصادر؛ فتحدث إلى زبائن وباعة، ولأحق مستخدمي سابقين ومستشارين عملوا لحساب الشركة، واتصل بعلماء باحثين في الجامعات وموظفين حكوميين ومديري مؤسسات تجارية، وقابل منافسين. ورغم أن المديرين التنفيذيين يترددون عادة في الإفصاح عما في شركاتهم؛ لكنه وجد أنهم يدلون بأرائهم المتعلقة بمنافسيهم دون تحفظ.

لا يرغب العديد من المستثمرين بتوظيف الوقت والطاقة التي شعر فيشر بضرورتها لفهم حقيقة شركة ما، فبناء شبكة برميل الفحم وترتيب مقابلات مضيعة للوقت، وتكرار هذه العملية من أجل كل شركة قد يكون منهكاً. وجد فيشر طريقة سهلة للتخفيف من أعبائه إذ قلل من عدد الشركات التي يمتلكها، وكان دائماً يقول إنه يفضل امتلاك عدد قليل من الشركات المبرزة على امتلاك عدد أكبر من شركات متوسطة الأداء، وعلى العموم فإن محفظته الاستثمارية ضمت عدداً قليلاً عن عشر شركات، وقد تمثل في غالب الأحيان 75% من مجموع هذه المحفظة بثلاث أو أربع منها.

يعتقد فيشر أن المستثمرين بحاجة إلى إنجاز عدد قليل من الأمور إن أرادوا تحقيق النجاح؛ ومنها التحري فقط عن الشركات التي تدخل ضمن دائرة كفاءتهم. وقد ارتكب هو نفسه هذا الخطأ في البداية: «بدأت التحري خارج الصناعات التي اعتقدت أنني أفهمها بشكل مطلق، وفي أجواء أنشطة مختلفة تماماً وظروفٍ لأمتك معرفة مقارنة عن أرضياتها».⁸

جون بر ويليامز John Burr Williams

تخرَّج جون بر ويليامز من جامعة هارفرد Harvard عام 1923، وتابع دراسته في كلية هارفرد لإدارة الأعمال حيث ارتشف أولى تنبؤاته الاقتصادية وتحليل الأوراق المالية، وبعدها اشتغل محلل أوراق مالية في شركتين من مشاهير وول ستريت Wall Street، وكان يعمل فيه خلال أيام العنف التي سادت عشرينيات القرن الماضي وانهيار عام 1929 الكارثي وما أعقبه من أحداث. لقد أفنته تلك التجربة أن المرء لا بد أن يكون مطلعاً جيداً على الشؤون الاقتصادية لكي يكون مستثمراً جيداً.⁹

والتحق عام 1932 بكلية هارفرد للفنون والعلوم وكان حينئذ مستثمراً جيداً بلغ عمره 30 عاماً، وقرَّر الحصول على شهادة متقدمة في العلوم الاقتصادية منطلقاً من اعتقاد راسخ هو أن ما لحق بالاقتصاد ربما يؤثر على قيمة الأسهم.

حينما جاء وقت اختيار موضوع أطروحة الدكتوراه، نشد ويليامز النصح لدى جوزيف شُمبِيتَر Joseph Schumpeter عالم الاقتصاد النمساوي ذائع الصيت المشهور بنظريته عن التدمير البنّاء، والذي كان حينذاك أستاذاً في كلية العلوم الاقتصادية، واقترح عليه أن يبحث في «قيمة السهم العادي الذاتية». لأنه يناسب خلفية وخبرة ويليامز الذي قال فيما بعد إن لدى شُمبِيتَر دافعاً أكثر سخرية وراء هذا الاقتراح، فالموضوع سيُبعده عن الاحتكاك ببقية أعضاء الهيئة التدريسية «لأنني (كما قال ويليامز) لن أجد من يريد طرح أفكارٍ الخاصة عن الاستثمارات على المحك». ¹⁰ ومع ذلك فإن اقتراح شُمبِيتَر كان القوة الدافعة وراء أطروحة الدكتوراه الشهيرة التي أثرت على المحللين الماليين والمستثمرين منذ ذلك الحين باعتبارها نظرية استثمار الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية *The Theory of Investment Value*.

أنهى ويليامز كتابة أطروحته عام 1937، ووجد في نهاية المطاف بمطبعة جامعة هارفرد Harvard University Press ناشراً لها شريطة دفع جزء من تكاليف طباعتها، وذلك رغم السخط الكبير الذي أبداه أساتذة الجامعة حيالها. حتى قبل أن يُدافع عنها. ورفض داري ماكميلان Macmillan وماكفرو-هيل McGraw-Hill نشرها لأنها احتوت برأيهما على الكثير من الرموز الجبرية. وبعد سنتين نجح ويليامز في دفاعه الشفهي عنها بعد شيء من الجدل المستفيض حول الكساد الكبير.

يُعدُّ كتاب نظرية استثمار الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية *The Theory of Investment Value* مؤلفاً غير تقليدي يتميز بأهمية حقيقية حيث بقي طوال ستين سنة الأساس الذي أقام عليه لا يحصى من مشاهير الاقتصاديين مؤلفاتهم؛ ومنهم يوجين فاما Eugene Fama وهاري ماركوفيتش Harry Markowitz و فرانكو مودigliاني Franco Modigliani، والذي وصفه وورن بفت بأنه واحد من أهم كتب الاستثمار التي تم تأليفها.

إن نظرية ويليامز المعروفة اليوم باسم نمط حسم ربح السهم - *dividend dis-count model* أو تحليل صافي التدفق النقدي المحسوم تشكل طريقة لتحليل قيمة ما على السهم أو السند، ويمكن التعبير عنها بمفهوم بسيط: من أجل معرفة قيمة ورقة مالية في الوقت الراهن، نقوم بتقدير جميع النقد الذي ستولده طوال حياتها ثم نحسم هذا المجموع من القيمة الحالية. وهذه النظرية تشكل اليوم أساس المنهجية التي يستخدمها وورن بفت في تقدير قيمة الأسهم والشركات.

يلخص بفت نظرية ويليامز بما يلي: «يتم تحديد قيمة عمل ما من خلال صافي التدفق النقدي المتوقع تولده طوال عمر هذا العمل محسوماً وفق نسبة فائدة مناسبة». لكن ويليامز وصفه كما يلي: «البقرة بحليها، والدجاجة ببيضاها والسهم بأرباحه»¹¹.

إن نمط ويليامز هو عملية بخطوتين: الخطوة الأولى أن تقاس التدفقات النقدية لتحديد قيمة العمل الحالية والمستقبلية، فكيف يمكن تقدير التدفقات النقدية؟ أحد الإجراءات السريعة هي حساب أرباح الأسهم المدفوعة لأصحابها؛ أما في الشركات التي لاتوزع مثل هذه الأرباح فيجب نظرياً برأيه أن تتحول جميع الأرباح المحتجزة في النهاية إلى أرباح على الأسهم. ولن تحتاج الشركة - حينما تصل إلى مرحلة اكتمالها - إلى إعادة استثمار أرباحها من أجل تحقيق نموها، ويمكن أن تقوم الإدارة عندئذ بتوزيعها على شكل أرباح أسهم. وفي ذلك كتب ويليامز: «إذا لم تتم إعادة استثمار أرباح الأسهم المحتجزة بنجاح فيجب أن تولد المحتجزة منها أرباح أسهم أخرى في وقت لاحق، وإلا فإنها تعدُّ أموالاً ضائعة. وبالاختصار فإن السهم يساوي ما يمكن أن يتولد عنه»¹².

الخطوة الثانية هي حسم هذه التدفقات النقدية التقديرية لإفساح المجال أمام شيء من عدم اليقين، فنحن لانستطيع أبداً أن نكون متيقنين تماماً بما ستقوم به شركة ما، أو كيف ستباع منتجاتها أو ما ستفعله الإدارة أو لاتفعله من أجل تحسين العمل. هناك على الدوام خطر ما، وعلى وجه الخصوص حول الأسهم، رغم أن نظرية ويليامز تنطبق جيداً بشكل مماثل على السندات.

ماذا يتوجب علينا أن نستخدم في هذه الحالة كنسبة للحسم؟ حتى ويليامز نفسه لم يكن واضحاً في هذه النقطة، ظناً منه على ما يبدو أن قرأه يمكن أن يقرروا بأنفسهم ما يستخدمون. إن مقياس بفت متوازن جداً: فإما أن يستخدم سعر فائدة الأسهم الأمريكية على السندات لأجل طويلة (المقصود هنا عشر سنوات) أو متوسط سعر العائد التراكمي لإجمالي سوق الأوراق المالية، وذلك حينما تكون هذه الفائدة منخفضة جداً.

توصل بفت إلى تعديل فرضية ويليامز الأصلية من خلال استخدام ما يصل إلى النسبة الخالية من الأخطار، وبما أنه حصر مشترياته بالأعمال التي تتميز بهامش الأمان الذي نادى به بن غراهام، فإنه أمّن تغطية الخطر بالعملية ذاتها، ولذلك فهو يرى أن المناسب هو أن يستخدم في الحسم نسبة خالية من الخطر.

كتب بيتر بيرنشتاين Peter Bernstein في كتابه أفكار رأسمالية *Capital Ideas* أن نظام غراهام هو مجموعة من القواعد، أما نمط حسم أرباح الأسهم فهو نظرية، لكن «كلا الأسلوبين يوصيان بشراء النوع نفسه من الأسهم».¹³

لقد استخدم وورن بفت كلا الأسلوبين وحقق نجاحاً ممتازاً.

تشارلز مُنغر Charles Munger

عندما انطلق وورن بفت بشركته الاستثمارية في أوماها عام 1956 لم يكن بين يديه سوى مئة ألف دولار كرأس مال يعمل به، ولذلك كان من أول واجباته أن يقنع مستثمرين آخرين بالمساهمة معه، وكان ذات يوم يفصح بعناية وتفصيل عما يدور في خلد لجاره؛ الدكتور إيدوين ديفيز Edwin Davis وزوجه حينما فاجأه الدكتور بالمقاطعة والإعلان عن أنهما سيقدمان له مئة ألف دولار، وعندما تساءل عن السبب أجابه: «لأنك ذكّرتني بتشارلي مُنغر».¹⁴

فردّ متعجباً: تشارلي من؟

رغم أن الرجلين تربياً في أوماها ولهما عدد من المعارف المشتركين، إلا أنهما لم يتقابلا فعلاً إلا بحلول عام 1959. إذا كان مُنغر قد انتقل إلى جنوب كاليفورنيا ولكنه عاد إلى أوماها زائراً حين مات أبوه، فقرر الدكتور ديفيز أن وقت التقائهما حان؛ فدعاهما إلى العشاء في مطعم محلي، وكانت انطلاقة شركة خارقة.

سبق مُنغر، وهو ابن محام وحفيد قاض اتحادي، أن أسس عملاً ناجحاً في المحاماة بمنطقة لوس أنجلوس، ولكن اهتمامه بسوق الأوراق المالية كان أكبر. وجد الشابان في أثناء ذلك العشاء الأول موضوعات كثيرة للحديث، ومنها الأوراق المالية، ومنذ ذلك الحين كانا يتواصلان في غالب الأحيان فيحُثه بفت على ترك المحاماة والخوض في الاستثمار، لكن مُنغر ظلَّ يمارس العملين فترة من الزمن، إلا أنه أسس عام 1962 شركة استثمارية مثل شركة بفت مع احتفاظه بعمله في المحاماة. وبعد ثلاث سنوات من النجاح الكبير ترك المحاماة برمتها مع احتفاظه بمكتبه حتى اليوم فيها.

كانت شركة مُنغر الاستثمارية في لوس أنجلوس وشركة بفت في أوماها تتخذان أسلوبين متشابهين: فهما تبحثان عن شيء من الحسم على الأسهم ذات القيمة المنخفضة (وحققنا نتائج متشابهة إذ تجاوزتا المعدل على مؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial Average بهوامش جيدة). ولا عجب في أنهما اشترتا بعضاً من الأسهم نفسها. باشر مُنغر - مثل بفت - بشراء أسهم في شركة بلو تشيب ستامبس Blue Chip Stamps في أواخر ستينيات القرن العشرين، ثم أضحى في نهاية المطاف رئيساً لمجلس إدارتها، وعندما اندمجت الشركتان - بيركشير وبلو تشيب ستامبس عام 1978 - أصبح نائباً لرئيس مجلس إدارة الشركة (الجديدة) وما زال يحتفظ بالمنصب نفسه.

لم تنظّم علاقة العمل بين مُنغر وبفت باتفاق شراكة رسمي، لكنها تطورت عبر السنين، وربما اشتدت أواصرها إلى شكل تكافلي؛ فقد اتخذ الرجلان قرارات استثمارية عديدة حتى قبل انضمام مُنغر إلى مجلس إدارة بيركشير، وكانا يلتقيان يومياً في غالب الأحيان، وتزايد التشابك بين شؤون أعمالهما بالتدرج.

يستمر مُنغر اليوم في عمله نائباً لرئيس مجلس إدارة شركة بيركشير هاثاويه Berkshire Hathaway ورئيساً لمجلس إدارة شركة ويسكو فاينانشال Wesco Financial التي تملك بيركشسر 80% منها، وتحفظ بالكثير من الاستثمارات ذاتها، وهو في كل شيء توأم روح بفت ويعمل نظيراً له معترفاً به في منصب العضو المنتدب. وحتى ندرك مدى التمازج بين الرجلين علينا أن نحصي عدد المرات التي يقول بفت فيها «تشارلي وأنا» فعلنا هذا الأمر أو قررنا ذلك، أو نعتقد بهذا الأمر أو درسنا ذلك، أو نرى أن... كما لو أن «تشارلي وأنا» اسم لشخص واحد.

لم يقدم مُنغر - لعلاقتها في العمل - الحنكة المالية فحسب بل الأساس القانوني أيضاً، إلى جانب المنظور الفكري المختلف تماماً عن منظور بفت، فهو مولع بنواح عديدة من المعارف؛ العلوم والتاريخ والفلسفة وعلم النفس والرياضيات، ويرى أن كلاً منها تشكل مفاهيم هامة يمكن لأهل الفكر؛ بل ويتوجب عليهم، أن يطبقوها على جميع محاولاتهم التي تنضوي قراراتهم تحت لوائها أيضاً، وهو يُطلق عليها عبارة: «الأفكار الكبيرة»، وتشكل جوهر فكرته المشهورة «منظومة الأنماط الفكرية» للمستثمرين¹⁵.

أنتج جمع هذه الخيوط - المعرفة المالية والأرضية القانونية وتثمين الدروس من اختصاصات أخرى - معاً في فكر مُنغر فلسفةً تختلف إلى حد ما عن فلسفة بفت، وحين كان الأخير غارقاً في البحث عن فرص في الأسعار التي تقل عن قيمتها السوقية العادلة؛ كان الأول يؤمن بدفع الثمن العادل لقاء الشركة الجيدة، ولعله في ذلك مقنع جداً.

إن شراء شركة رائعة بسعر حسن أفضل من شراء شركة حسنة بسعر رائع.¹⁶

وورن بفت

اقتنع بفت على يد مُنغر أنّ دفع ثلاثة أضعاف القيمة الدفترية لقاء شركة سيزر كاندي See's Candy صفقة جيدة حقاً (انظر الفصل الرابع للاطلاع على القصة كاملة). ولقد أبدى بفت سعادته واعترف بفضل تشارلي الذي دفعه باتجاه جديد تمثّل في بداية تحول البناء الصفيحي في تفكيره. ويضيف كلا الرجلين أنك حين تجد شركة جيدة ومعروضة بسعر محسوم فقد فزت بالكنز؛ وهو - في حالة بيركشير - شركة كوكا كولا؛ التي كانت الشيء الجيد التالي (انظر الفصل الرابع).

هناك سبب واحد يقرب بين بفت ومُنغر بشكل جيد جداً هو أنهما يقفان موقفاً لايلين تجاه مبادئ العمل الرشيدة، إذ أن تشارلي - في أثناء شغله منصب مدير شركة ويسكو Wesco التنفيذي - رفض أن يقدم قروضاً في ظل مدخرات جامعة هائلة وصناعة تقديم القروض. وهو في ذلك مثل بفت الذي تحمل عائدات ضئيلة في صناعة التأمين، ورفض - بعض الوقت - أن ينظم عقود التأمين. فكلّ الرجلين يبديان صفات إدارية ضرورية لإدارة شركات عالية الجودة. لقد باركت السماء مساهمي شركة بيركشير هاثاويه بوجود عضوين متدربين يسعيان في مصالحهم ويساعدانهم على توليد المال في جميع الظروف الاقتصادية، وهم يستمرون في جني المنافع - ليس من فكر واحد فقط - بل من فكرين اثنين ستطول مسيرتهما معاً إلى المستقبل، وذلك مع سياسة بفت لجهة التقاعد الإلزامي التي لايؤمن بها.

تمازج التأثيرات

أصبح بفت - بُعيد وفاة غراهام عام 1976 - المشرف المُعيّن على أسلوب استثمار الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية الذي وضعه غراهام، والواقع أن اسم بفت أصبح مرادفاً لهذا الاستثمار، ومن السهولة أن يُدرك المرء السبب، فهو أشهر تلامذته التزاماً به، ولم يترك فرصة إلا وأقر بالدين الفكري الذي يحمله في عنقه تجاهه، وهو يعدّه - حتى اليوم - الشخص الوحيد الذي

كان له أكبر الأثر في حياته الاستثمارية بعد والده. 17

كيف استطاع بفت إذن أن يُوفّق بين دَيْنه الفكري لغراهام وبين مشتريات أسهم شركات مثل واشنطن بوست Washington Post Company عام ١٩٧٣ وكوكا كولا عام 1988؟ وكلتاها لم تنجحا في اختبار غراهام الصارم الخاص بالشراء، ومع ذلك فقد حقق استثمارات متميّزة في كل منهما.

بدأ بفت منذ أوائل عام 1965 يعرف أن استراتيجية غراهام في شراء الأسهم الرخيصة لم تكن مثالية،¹⁸ وقد اشترى شركات خاسرة حقاً، وذلك اقتداءً بأسلوب ناصحه الأمين في البحث عن شركات تباع بأقل من صافي رأسمالها العامل، وكان العديد من الشركات التي اشتراها رخيصة لأن أعمالها - ذات الأسعار المتدنية - كانت تتعرض للمعاناة (ومن هنا فهي تلبّي متطلبات اختبار غراهام للشراء).

استفاد بفت من أولى أخطائه الاستثمارية، فبدأ بالابتعاد عن تعاليم غراهام الصارمة، واعترف بقوله: «إنني أتطور، ولكني لم أنتقل من قرد إلى إنسان أو من إنسان إلى قرد بطريقة سلسة جميلة».¹⁹ ابتداءً يقدر قيمة الطبيعة النوعية لبعض الشركات مقابلةً بالنواحي الكمية لبعضها الآخر؛ وما زال رغم ذلك يجد نفسه باحثاً عن صفقات نتائجها مُريعة في بعض الأحيان، ويعترف قائلاً: «عقوبتي هي أن أتعلم الأمور الإقتصادية لمحترفي صناعة إنشاء المزارع السريعة» (ديمستر ميل مانيوفكتشررز Dempster Mill Manufacturer)، وأسواق الدرجة الثالثة لبيع التجزئة (هوتشيلد - كون Hochschild-Kohn) وصانعي النسيج في نيو إنغلند New England (بيركشير هاثاويه).²⁰ تأخر تطور بفت حسب اعترافه لأن ما تعلمه من غراهام عالي القيمة جداً.

لم يكن غراهام يفكر بخصوصيات الأعمال عندما يقيّم الأسهم، كما لم يكن يتفكر في قدرات الإدارة، بل وقف في أبحاثه الاستقصائية عند ملفات الشركة والتقارير السنوية. ولو كان ثمة احتمال رياضي لتوليد المال - لأن سعر السهم أقل من أصول الشركة - لاشتراها بصرف النظر عن عملها أو إدارتها، وهو

يشترى أكبر عدد ممكن من نواتج هذه المعادلات الإحصائية من أجل زيادة احتمالات النجاح.

ولو توقفت تعاليم غراهام عند هذه المدركات الحسية لقلَّ احترام بفت له؛ ولكن نظرية هامش الأمان التي أكدها كانت في نظر بفت هامة جداً لدرجة جعلته يتغاضى عن جميع نقاط الضعف الأخرى في منهجية غراهام، ويستمر حتى في هذه الأيام باعتراف فكرة غراهام الأولى: نظرية هامش الأمان *Margin of Safety*، وقد علّق بفت على ذلك بقوله: «مازلت أظن - بعد انقضاء اثنين وأربعين عاماً على قراءة {النظرية} - أن كلمتي {هامش الأمان} هما الصحيحتان». ²¹ الدرس الرئيس الذي تعلمه بفت على يد غراهام هو أن الاستثمار الموفق يشتمل على شراء الأسهم حينما تكون أسعارها في السوق خاضعة لخصم على قيمة الشركة المتدنية.

ساعد غراهام *Graham* بفت *Buffett* - إضافة إلى نظرية هامش الأمان التي أصبحت الإطار الفكري لتفكيره - على تقدير قيمة حماقة في ملاحقة تذبذبات سوق الأسهم؛ حيث تتمتع الأسهم - حسب تعليم غراهام - بخاصة استثمارٍ وخاصة مضاربة، والخواص المتصفة بالمضاربة ناتجة عن خوف الناس وجشعهم؛ وهذه العواطف الموجودة في المستثمرين تقود أسعار الأسهم إلى دوامة أعلى من قيمة الشركة الذاتية، والأهم أنها تقودها إلى أدنى بكثير من هذه القيمة. وبذلك فهي تقدم هامشاً للأمان. علّم غراهام بفت أنه إذا استطاع أن ينأى بنفسه عن دوامات سوق الأوراق المالية العاطفية فله فرصة لاستثمار سلوك المستثمرين الآخرين اللاعقلاني الذين يشترون الأسهم اعتماداً على العاطفة، وليس على المنطق.

تعلم بفت من غراهام كيفية التفكير باستقلالية فإذا استخلص نتيجة منطقية قائمة على الحكم السليم، عليه - حسب نصيحة غراهام - ألا ينثني عن عزمه لأن الآخرين لم يوافقوا، ليس إلا «لست على صواب أو خطأ لأن الجمهور من حولك يخالفونك. بل على حق لأن المعطيات والتفكير المنطقي صحيحان»، ²² كما كتب غراهام.

كان فيل فيشر Phil Fisher نقيض غراهام تماماً في نواح عديدة؛ فهو يعتقد أن المستثمرين - كي يتمكنوا من اتخاذ قرارات سليمة - بحاجة إلى أن يحاطوا علماً بالعمل بشكل كامل، ويتحرروا جميع نواحي الشركة، وينظروا فيما وراء الأرقام، ويحيطوا بالعمل بحد ذاته، لأن هذه المعلومات مهمة بالنسبة إليهم، ويدرسوا خصائص إدارة الشركة لما لقدرات هذه الإدارة من تأثير على قيمة العمل المتدنية. ولأبد لهم من الحصول على أكبر قدر ممكن من المعرفة بمجال العمل الذي تمارسه الشركة ومنافسوها، وكل ذلك من خلال اللجوء إلى كل مصدر.

سُئل بفت Buffett خلال ظهوره في برنامج عالم المال عن النصيحة الاستثمارية التي يريد أن يتوجه بها إلى مدير مال حديث عهد بالعمل فقال: «أود أن أقول له أن يفعل ما فعلته أنا قبل أربعين سنة، وهو أن يعرف كل شيء عن كل شركة في الولايات المتحدة الأمريكية تمتلك أوراقاً مالية مطروحة على التداول العام.

فاحتج مقدم البرنامج آدم سميث Adam Smith قائلاً: "ولكن هناك 27000 شركة تطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام ويجري تداولها الآن في سوق مفتوحة».

«حسن»، قال بفت "ابدأ بالشركات الحائزة على التقييم الأعلى «ألف»²³.

تعلم بفت من فيشر قيمة برميل الفحم، وطور عبر السنين شبكة هائلة من المعارف الذين ساعدوه في تقييم الأعمال.

وأخيراً علّمه فيشر فوائد التركيز على عدد قليل جداً من الاستثمارات، وهو يعتقد أن من الخطأ تعليم المستثمرين أن وضع البيض الذي يملكونه في عدد من السلال يخفف من تعرضها للمخاطر، وأن الخطر الكامن في شراء عدد كبير من

الأسهم يجعل من المستحيل مراقبة جميع البيض الموجود في السلال، وفي رأيه أن شراء أسهم في شركة دون أخذ الوقت في تكوين فهم كامل لها يحمل في طياته مخاطر أكبر من امتلاك أسهم في متنوعات محدودة.

زود جون بر ويليامز John Burr Williams بفت بمنهجية لحساب قيمة الشركة الذاتية، فشكلت حجر الزاوية في أسلوبه الاستثماري. إن الفروقات بين غراهام وفيشر واضحة، فالمحلل الكمي غراهام يركز فقط على تلك العوامل التي يمكن قياسها: الأصول الثابتة والأرباح الحالية وأرباح الأسهم، وتقوم أبحاثه الاستقصائية على ملفات الشركة وتقاريرها السنوية فقط، ولا يضيع وقتاً في مقابلة الزبائن أو المنافسين أو المديرين.

أما أسلوب فيشر فهو نقيض غراهام، إذ يؤكد فيشر - وهو المحلل النوعي - على تلك العوامل التي يعتقد أنها تزيد من قيمة الشركة: وهي - من حيث المبدأ - التوقعات المستقبلية وقدرة الإدارة. لم يهتم غراهام إلا بشراء الأسهم الرخيصة، أما فيشر فيهتم بشراء الشركات الواعدة بزيادة قيمها الذاتية على المدى الطويل، ويشتط أكثر من ذلك فيجري مقابلات شاملة لكشف النقاب عن كسرة من المعلومات التي قد تحسن من عملية انتقائه.

ورغم الاختلاف بين أسلوب غراهام وفيشر الاستثماريين، فإن بفت يراهما «متوازيان في عالم الاستثمار»²⁴ وإذا كان لي أن أعيد الصياغة فإني أقول بدلاً من «متوازيين» إنهما «متداخلين بسهولة» في أسلوب بفت الذي الاستثماري يربط بين الفهم النوعي للشركة وإدارتها (كما تعلم من فيشر) وبين الفهم الكمي للسعر والقيمة (كما تعلم من غراهام).

قال بفت ذات يوم: «إنني (أتكون) من 15% فيشر و 85% بنيامين غراهام»²⁵. وقد اقتبس الكثيرون هذه المقولة. ويجدر بنا أن نتذكر أنها أطلقت عام 1969، لكنه - في مقابلة جرت بعد سنوات - أبدى تحولاً تدريجياً، ولكنه حاسمٌ، نحو فلسفة فيشر في شراء عدد مختار من الأعمال الجيدة وامتلاكها عدة سنوات. وإنه ليتملكني شعور داخلي بأن المناسبة لو أتاحت لبفت هذه الأيام ليقول ماقاله بالأمس لتغير الميزان إلى أقرب مايمكن من التماثل بالمناصفة.

ومما لاجدال فيه أن تشارلي مُنغر Charlie Munger - وليس غيره - هو المسؤول عن تحول تفكير بفت نحو فيشر.

حقاً إن مُنغر هو التجسيد الفعال لنظريات فيشر النوعية، إذ امتلك منذ البداية تقديراً عالياً لقيمة الشركة الأفضل وحكمة دفع سعر معقول فيها، واستمر في السنوات التي جمعت بينه وبين بفت في التبشير بحكمة دفع الثمن الأعلى مقابل الشركة الجيدة.

إلا أن مُنغر هو اليوم صدى بن غراهام في مجال هام واحد؛ فقبل سنوات علم غراهام بفت الأهمية المزدوجة لدور العاطفة في الاستثمار: الأخطاء التي يرتكبها الأشخاص الذين يبنون قراراتهم اللاعقلانية عليها، والفرص التي تخلقها لمن يستطيع أن يتجنب الوقوع في نفس المصيدة. وقد استمر مُنغر في تطوير هذا الموضوع من خلال قراءاته في علم النفس، وهو يسميه «علم نفس سوء الحكم»، ويمثل هذا العلم فكرة سندرسها بمزيد من الشمولية في الفصل الحادي عشر، حيث يحافظ مُنغر على دمجها في صنع القرار ضمن شركة بيركشير من خلال الإصرار المتواصل، وهذا واحد من أعظم مساهماته.



إن انقطاع بفت إلى كل من بن غراهام وفيل فيشر وجون بر ويليامز وتشارلي مُنغر أمر مفهوم، ذلك أن غراهام أعطاه الأساس الفكري للاستثمار وهامش الأمان، وساعده على أن يتعلم كيفية السيطرة على عواطفه كي يستفيد من تقلبات السوق. أما فيشر فأعطاه منهجية مُحدثة قابلة للتطبيق، مكنته من استبيان الاستثمارات الجيدة على المدى الطويل، وكذلك من إدارة محفظة الأوراق المالية الاستثمارية ردحاً طويلاً من الزمن، وعلمه قيمة التركيز على عدد محدود من الشركات الجيدة. ومن ويليامز تلقف بفت نمطاً رياضياً لحساب القيمة الصحيحة، وساعده مُنغر على تقدير العوائد الإقتصادية المتولدة عن بيع الأعمال العظيمة وتملكها. إن الفوضى المتوالية التي تحيط بأعمال بفت الاستثمارية سهلة الفهم عندما نقر بأنه تجمّع للأشخاص الأربعة أجمعين.

«لايكفي أن يتحلى المرء بالذكاء» كما يقول ديكارت Descartes «فالأمير الرئيس هو جودة تطبيق هذا الذكاء..» وهذا ما يميّز بفت عن غيره من مديري الاستثمار، فكثيرون من نظرائه يتحلّون بجانب كبير من الذكاء والنظام والالتزام المطلق، ولكنه يقف شامخاً فوقهم جميعاً بقدرته الهائلة على دمج استراتيجيات هؤلاء العباقرة الأربع في أسلوب واحد متلاحم.