

## الفصل السابع عشر

### الاستثمار وفق منهجية دفاعية

يوجد مستثمرون قدامى، ويوجد مستثمرون يتسمون بالجرأة. ولكن، لا وجود لمستثمرين قدامى يتسمون بالجرأة.

عندما يسألني أصدقاؤني عن نصيحتي الشخصية في ما يخص الاستثمار، تكون خطوتي الأولى محاولة فهم موقفهم من المخاطرة والعائدات. إن طلب نصيحة في مجال الاستثمار من دون تحديد ذلك، يشبه مطالبة الطبيب بإعطائك دواءً جيّداً من دون أن تخبره شيئاً عمّا يؤلمك. لذا فإنني أسأل: «ما الذي تهتم به أكثر، جني المال أم تجنّب خسارة المال؟» لكنّ الإجابة تكون دائماً هي نفسها: الاثنان معاً!

المشكلة هي أنّك لا تستطيع أن تعمل في الوقت نفسه على تحقيق الأرباح وتجنّب الخسائر. على كل مستثمر أن يتخذ موقفاً أو وجهة محدّدة في ما يخص هذين الهدفين. ويتطلّب ذلك عادة، إقامة توازن منطقي بينهما. يجب اتّخاذ القرار على نحو عقلائي واعٍ. يهتم هذا الفصل بمسألة الاختيار بين الأمرين... وبتوصياتي في هذا الصدد أيضاً.

الطريقة الأفضل لوضع هذا القرار موضع النظر، هي التفكير فيه باستخدام مفهومي الهجوم والدفاع. ولعلّ من أفضل الطرق للتفكير في ذلك أيضاً، هي أن نستخدم استعارات من عالم الرياضة.

بهدف تحضير الأرضية لهذه المناقشة؛ سأشير إلى مقالة رائعة كتبها تشارلز إيليس، بعنوان «لعبة الخاسر» "The Loser's Game". وقد ظهرت في «فايننشال أناليسيس جورنال» "Financial Analysis Journal" عام 1975م. لعلّ هذه المقالة كانت أول احتكاك لي بتجربة المحاكاة بين عالمي الاستثمار والرياضة. وقد كانت بالتأكيد بذرة مهمّة في ما يتعلّق بتركيزي على الاستثمار الدفاعي.

تصف مقالة تشارلي تحليلاً مفهوماً للعبة التنس، ورد في: «التنس المتميّز من أجل لاعب التنس العادي» بقلم د. سايمون رامو "Extraordinary Tennis for the Ordinary Tennis Player".

يشير رامو إلى أن لعبة التنس للمحترفين هي «لعبة الراحين»، حيث يفوز بالمباراة اللاعب الذي يكون قادرًا على توجيه أكبر عدد من الضربات الراححة (الضربات السريعة والتسديدات الموقفة التي لا يستطيع الخصم ردها).

إذا جاءت إلى لاعب التنس المحترف، ضربة من خصمه لا يمكن وصفها بأنها ضربة «راححة»، فإن هذا اللاعب يكون قادرًا على تحقيق الضربة التي يريدتها طيلة الوقت: قوية أم لينة، بعيدة أم قصيرة، يسارية أم يمينية، مستقيمة أم منحنية. لا يشغل لاعبو التنس المحترفون إطلاقًا بالأمور التي تجعل اللعبة صعبة بالنسبة إلى الهواة: القفزات الخطأ، والرياح، والشمس في العينين، ومحدودية السرعة، والنشاط، والمهارة، أو أي مسعى من جانب الخصم، لرمي الكرة إلى حيث يستطيع الآخر أن يطالها. يستطيع المحترفون رد معظم الضربات القادمة من الخصم، ويستطيعون أن يفعلوا بالكرة ما يريدونه تمامًا، في الأوقات جميعها تقريبًا. والواقع أن المحترف يستطيع أن يفعل هذا بصورة متواصلة متسقة، تجعل المهتمين بإحصائيات التنس، يترصدون الاستثناءات النادرة نسبيًا التي يمكن وضعها تحت عنوان «أخطاء غير اضطرارية».

أما التنس الذي تلعبه بقيتنا فهو «لعبة الخاسرين»، حيث يخطئ الجميع، ويفوز بالمباراة اللاعب الذي يرتكب أقل عدد من الأخطاء. يكفي اللاعب الفائز أن يحافظ على الكرة ضمن الملعب، أما الخاسر فيقذفها في الشبكة أو خارج حدود الملعب. بكلمات أخرى: إن كسب مباراة تنس الهواة، لا يجري من خلال كسب النقاط، بل من خلال خسارتها. ومن هنا نقول إن تنس الهواة لا يعرف كسب النقاط، بل خسارتها! إنني أرى في إستراتيجية تجنب الخسارة التي يطرحها رامو، نسخة «التنس» التي أحاول اللعب بموجبها فعلاً.

دفع تشارلي إليس فكرة رامو خطوة أخرى إلى الأمام، حيث طبّقها على الاستثمار. وقد قادته آراؤه حول فاعلية السوق، والكلفة المرتفعة للمتاجرة بالمنتجات المالية، إلى استنتاج يفيد أن الجري وراء «الضربات الراححة» في سوق الأسهم الرئيسية، أمر يُستبعد أن يكون ناجحًا أو مجديًا بالنسبة إلى المستثمر. بدلاً من ذلك، عليك أن تحاول تجنب «الضربات الخاسرة». وأنا أجد هذه النظرة إلى الاستثمار مقنعة تمامًا.

يجب أن يقوم الاختيار بين الاستثمار الهجومي والاستثمار الدفاعي، على حجم ما يعتقد المستثمر أنه واقع تحت سيطرته فعلاً، أو ضمن قدرته على ضبط الأمور. وأنا أرى أن الاستثمار يتضمن الكثير ممّا هو ليس كذلك.

يمكن للاعب التنس المحترف، أن يكون واثقًا تمامًا من أنه إذا فعل (أ) ثم (ب) ثم (ج) ثم (د)، بقدميه وجسده وذراعه ومضربه، فسوف تفعل الكرة (هـ) في كل مرة تقريبًا. هنا نجد عددًا قليلًا من المتغيرات التي تسهم في الأمر. أمّا عالم الاستثمار فهو مليء بالقفزات الخطأ، والتطوّرات غير المتوقّعة، وأبعاد الملعب وارتفاع الشبكة في حالة تغيّر مستمر. إنّ عمل الاقتصاد والسوق أمر متغيّر وغير محدّد إلى حدّ بعيد. وإنّ تفكير بقية اللاعبين وسلوكهم، يؤدّي إلى تغيير البيئة العامّة بصورة مستمرّة. حتّى إذا قمت بكل شيء على الوجه الصحيح، فإنّ في وسع بقية المستثمرين أن يتجاهلوا ما تراه أسهمًا مفضّلة، ويمكن أن يودي ضعف الإدارة بفرص الشركة، ويمكن أن تقوم الحكومة بتغيير قواعد اللعبة، ويمكن أن تأتيك الطبيعة نفسها بكارث أيضًا.

يتحكّم لاعب التنس المحترف بكثير من الأمور، بحيث يعمّن عليه فعلاً أن يبحث عن الضربات الفائزة فحسب. ومن الأفضل أن يفعل ذلك في الحقيقة؛ لأنّ خصمه يمكن أن يردّ الكرة بأفضل ما عنده، فيحرز نقاطًا إذا جاءته كرات «سهلة». وعلى العكس من ذلك، فإنّ نتائج الاستثمار لا تقع ضمن قدرة المستثمرين على الضبط والتحكّم، إلاّ بصورة جزئية تمامًا. وهذا يجعل المستثمرين قادرين على جني نقود كثيرة، وأن يتفوّقوا على «خصومهم»، من دون محاولة تسديد كرات «صعبة».

خلاصة الفكرة، هي أنّ على المستثمرين، وحتّى على المستثمرين الذين يتمتّعون بمهارات عالية، أن يتجنّبوا الوقوع في «الضربات الخطأ»: لأنّ الضربات «البالغة الهجومية» يمكن بسهولة أن تجعلهم يخسرون المباراة. ومن هنا فإنّ الدفاع - التركيز الكبير على منع حدوث أشياء خطأ - جزء مهمّ من «لعبة» كل مستثمر عظيم.



توجد أمور كثيرة أحبّها في ما يخص الاستثمار، وأكثر هذه الأمور يصلح للرياضة أيضًا، وهي:

- إنّها تنافسية: ينجح بعض الناس ويفشل البعض الآخر، والتمييز بين الحالتين واضح تمامًا.
- إنّها قابلة للقياس الكمي: تستطيع أن ترى النتائج «بالأسود والأبيض».
- إنّها تنصف المتميزين: على المدى البعيد، تأتي العائدات الأفضل إلى المستثمرين الأفضل.
- إنّها موجهة وفق عمل الفريق: يمكن لمجموعة فاعلة من المستثمرين، أن تحقّق أكثر بكثير ممّا يمكن أن يحقّقه مستثمر منفرد واحد.

- **إنها مجزية وممتعة:** لكنّها تكون مجزية وممتعة أكثر، عندما تكون أنت الفائز فيها.
- يمكن لهذه النواحي الإيجابية، أن تجعل «لعبة الاستثمار» مجزية كثيرًا، إلى حدّ يغري المرء بالدخول فيها. لكن ومثلما في عالم الرياضة، توجد جوانب سلبية أيضًا:
- يمكن أن تتوافر مكافآت أو علاوات عند «الهجومية الزائدة»، لكنّها لا تقدم خدمة جيّدة على المدى البعيد.
- يمكن «للقفزات الخطأ» أن تكون محبّطة إلى حدّ كبير.
- يمكن أن يؤدّي النجاح على المدى القصير، إلى تلقّي مديح كثير، من دون توجيه الانتباه الكافي إلى ما يحتمل من استمرار واتساق لهذا السجل الناجح.
- إضافة إلى ذلك، فإنّني أرى تشابهًا كبيرًا بين الاستثمار والرياضة، وأرى كذلك تشابهًا كبيرًا بين القرارات التي يتطلّبها كل منهما.

فلننظر في لعبة كرة القدم الأمريكية (الرجبي). تكون الكرة لدى مجموعة الهجوم، ولدى هذه المجموعة فرصة لأربع محاولات للتقدّم 10 ياردات. أمّا إذا لم يتمكّنوا من ذلك؛ فإنّ صافرة الحكم تنطلق، وتتوقّف ساعة التوقيت. تخرج مجموعة الهجوم من الملعب، وتدخل مجموعة الدفاع التي يتلخّص واجبها في منع الفريق الآخر من التقدّم بالكرة.

هل يمكن عدّ (الرجبي) تعبيرًا مناسبًا عن رؤيتك المتعلّقة بالاستثمار؟ لا بأس، سأقول لك إنّها ليست التشبيه المناسب في نظري. في عالم الاستثمار، لا وجود لصافرة الحكم، كما أنّك نادرًا ما تعرف متى يتحوّل الأمر من هجوم إلى دفاع. ولا توجد في لعبة الاستثمار أيضًا، أوقات مستقطعة تتيح لك الانتقال من الهجوم إلى الدفاع.

لا! أظن أنّ الاستثمار أكثر شبهًا بكرة القدم العادية التي يلعبونها في البلاد الأخرى خارج الولايات المتحدة. في كرة القدم، يكون الفريق المكوّن من 11 لاعبًا في الملعب معًا، وفي وقت واحد، من أجل اللعبة كلّها من حيث الأساس. لا وجود لفرقة هجوم ولا لفرقة دفاع. ويكون على الأشخاص أنفسهم أن يلعبوا في الاتجاهين... يجب أن يكونوا قادرين على التعامل مع مختلف صور التطوّرات في أثناء مجرى اللعبة. وعلى هؤلاء اللاعبين معًا، أن يتمكّنوا من امتلاك إمكانية تسجيل الأهداف، ومنع الفريق الخصم من تسجيلها.

يتعيّن على مدرب فريق كرة القدم، أن يقرّر إن كان عليه أن يضع في الملعب فريقًا يركّز على الهجوم (كي يتمكن من تسجيل أهداف كثيرة، ومن تقليل الأهداف التي يسجلها الفريق الآخر)، أو فريقًا يركّز على الدفاع (بأمل منع الفريق الآخر من تسجيل أي هدف إن أمكن)، أو فريقًا متوازنًا بين الجانبين. وبما أنّ المدرب يعرف أنّ فرصته في تغيير اللاعبين في أثناء المباراة، بحيث يغيّر

تركيبية الفريق من الدفاع إلى الهجوم أو بالعكس ليست إلا فرصة محدودة، فإنّ عليه أن يتوصّل إلى «تركيبة» فائزة للفريق، وأن يحافظ عليها خلال المباراة كلّها.

هكذا هي نظرتي إلى الاستثمار. يوجد قلائل (إن كانوا موجودين أصلاً) يملكون القدرة على تغيير التكتيك بين الهجوم والدفاع، بما يتلاءم مع شروط السوق، وفي الوقت المناسب لذلك. وهكذا فعلى المستثمر أن يعتمد أسلوباً محدّداً أو منهجية محدّدة، وينصبّ الأمل كلّه على أن تكون هذه المنهجية صالحة خلال سيناريوهات متعدّدة. يمكن أن يعتمد المستثمر منهجية هجومية؛ أملاً من التمكن من تحقيق «الصفقات الفائزة»، ومن عدم الانهيار بسبب الصفقات السيئة. ويمكن للمستثمر أن يركّز على الدفاع؛ أملاً في تحقيق نتائج طيبة في أثناء الأوقات الطيبة، وفي تحقيق التميّز من خلال تسجيل خسائر أقل من غيره في الأوقات السيئة. ويمكن للمستثمر أيضاً أن يوازن بين الدفاع والهجوم، بحيث يتخلّى إلى حدّ كبير عن مسألة التوقيت التكتيكي، مقابل التركيز على الفوز من خلال الاختيار المتميّز للأسهم، في أوقات صعود السوق وهبوطها على حدّ سواء.

تفضّل شركة (أوكري) اعتماد منهجية الدفاع، وهذا أمر واضح تماماً. نشعر في الأوقات الطيبة أنّه من المناسب لنا أن نسير مع المؤشّرات إلى الحدّ الأقصى (وقد نتخلّف عن المؤشّرات قليلاً). لكن، في الأوقات الطيبة، يمكن للمستثمر المتوسط العادي أن يجني مائلاً كثيراً. ولست أعتقد بوجود مديرين يخسرون عملاءهم بسبب تحقيق نتائج متوسطة، عندما تكون السوق في حالة صعود. يجري تكوين المحافظ الاستثمارية لشركة (أوكري)، بحيث تتميّز في الأوقات السيئة، أي عندما نرى أنّ الأداء المتفوّق أمر جوهري. من الواضح أنّنا إذا كنا قادرين على مواكبة السوق في الأوقات الجيدة، ومن التفوّق على السوق في الأوقات السيئة، فستكون لدينا نتائج إجمالية أعلى من المتوسط خلال فترة الدورة كلّها، وذلك مع حدّ من المخاطر أقل من الحدّ الوسطي. وسيتمتع عملاؤنا بثمار الأداء المتميّز عندما يعانِي الآخرون.

«ما خططك للعب؟» 5 سبتمبر، 2003م

“What’s Your Game Plan?,” September 5, 2003

ما الأمر الأكثر أهمّية في نظرك؟ تسجيل النقاط، أم منع خصمك من تسجيلها؟ وفي عالم الاستثمار هل تسعى وراء الصفقات الرابحة، أم تحاول أن تتجنّب الصفقات الخاسرة؟ (أو لعلّ من الأنسب أن نقول: كيف توازن بين الأمرين؟). تكمن أخطار كبيرة في الانطلاق إلى العمل من غير التفكير في هذين السؤالين.

وبالمناسبة أقول أيضاً: لا وجود للخيار الصحيح بين الهجوم والدفاع. يمكن أن توجد طرق كثيرة تصل بك إلى النجاح، ويجب أن يكون قرارك تابعاً لطبائعك الشخصية وما تعلّمته أيضاً، وكذلك لمدى إيمانك بقدراتك، ولخصائص السوق التي تعمل فيها، ولطبيعة العملاء الذين تعمل معهم.



ما الهجوم في عالم الاستثمار، وما الدفاع؟ إنَّ تعريف الهجوم أمر سهل، فهو اعتماد تكتيكات هجومية وقبول مخاطر مرتفعة، سعياً وراء أرباح تتجاوز المعدل الوسطي. لكن ما الدفاع؟ بدلاً من فعل الأمور الصحيحة، ينصب التركيز الرئيس على المستثمر «الدافع» على عدم فعل الأمور الخطأ.

هل يوجد فارق بين فعل الأمور الصحيحة وتجنّب فعل الأمور الخطأ؟ يبدو الأمران متشابهين في الظاهر. لكننا عندما ننظر نظرة أكثر عمقاً، نلاحظ فارقاً كبيراً بين التركيبة الذهنية اللازمة للأول، والتركيبة الذهنية اللازمة للثاني، بالإضافة إلى فارق كبير في التكتيكات المعتمدة في كل خيار من الخيارين.

بينما يبدو الدفاع أمراً لا يعدو محاولة تجنّب النتائج السيئة، فإنّه في الواقع أقل سلبية وانعداماً للإبداع، ممّا توحى به هذه الصورة الكالحة. يمكن في الواقع أن ننظر إلى الدفاع بصفته محاولة الحصول على عائدات مرتفعة، لكن ذلك يكون من خلال تجنّب الخسائر، أكثر ممّا يكون من خلال تحقيق الأرباح الكبيرة، ويكون من خلال تحقيق تقدّم مستمر وإن كان متواضعاً، وليس من خلال تحقيق لمحات عارضة من التألق. يوجد عنصران رئيسان في «الدفاع» الاستثماري.

العنصر الأول: استبعاد الاستثمارات الخاسرة من المحفظة الاستثمارية. وهذا ما يمكن إنجازه بصورة أفضل، من خلال اعتماد سياسة «واسعة»، تقوم على تبني الحيلة الواجبة، وتطبيق معايير متشدّدة، والمطالبة بأسعار منخفضة وهوامش سخية تسمح بالخطأ (انظر تنمة هذا الفصل)، إضافة إلى قلة الاستعداد للمراهنة على استمرار الازدهار، وعلى التنبؤات الوردية والتطورات المتفائلة، التي قد لا تكون مؤكّدة.

العنصر الثاني: تجنّب السنوات الرديئة خاصّة، وتجنّب الانهيار في حالات الهبوط المفاجئ للسوق. وإضافة إلى العنصرين الموصوفين أعلاه، اللذين يساعدان المستثمر على تجنّب خسارة استثمارات من محفظته، فإنّ هذا الجانب من جوانب الاستثمار الدفاعي، يتطلّب تنوعاً يقظاً للمحفظة الاستثمارية، وحدوداً على المخاطر الإجمالية، إضافة إلى ميل عام نحو توخي السلامة.

أمّا التركيز (نقيض تنوع المحفظة الاستثمارية) والاستثمار بالأموال المقترضة، فهما مثالان على الاستثمار الهجومي. سيعمل هذان الأمران على زيادة العائدات، عندما يكون الأمر ناجحاً، لكنهما يصبحان مؤذيين كثيراً عندما لا ينجح الأمر؛ نقول مرّة أخرى: يوجد احتمال لتحقيق «قمم» أكثر ارتفاعاً، و«منحدرات» أكثر انخفاضاً؛ نتيجة التكتيكات الاستثمارية الهجومية. فإذا لجأت إلى

مقدار معين منها، فقد تعرّض بقاء استثمارك إلى خطر كبير عندما تسوء أمور السوق. وأمّا الدفاع فيمكن أن يزيد فرصة استمرارك، ويجعلك قادرًا على «عبور» الأوقات الصعبة، والبقاء «على قيد الحياة»؛ كي تستمتع في ما بعد بالثمار التي تحقّقها استثمارك الذكية.

على المستثمر أن يستعدّ جيّدًا لمواجهة التطوّرات المفاجئة غير المواتية. توجد صيغ كثيرة للنشاطات المالية التي يمكن منطقيًا توقّع نجاحها في المتوسط، لكنّها يمكن أن تأتيك بيوم سيئ واحد، تنهار استثمارك فيه بسبب الهيكلية الخطيرة للمحفظة، أو بسبب الاعتماد المفرط على الاقتراض. لكن، هل الأمر بهذه البساطة حقًا؟ يسهل القول إنّ عليك أن تستعدّ جيّدًا لأيام السيئة. لكن كم تكون سيئة هذه الأيام؟ وما الحالة الأسوأ؟ وهل يتعيّن عليك أن تكون مستعدًا لمواجهة كل يوم؟ مثلما هي الحال في كل أمر آخر في عالم الاستثمار، ليست هذه مسألة أبيض وأسود! إنّ مقدار المخاطرة التي تتحمّلها، أمر تابع لمدى رغبتك في استهداف عائدات مرتفعة. وأمّا مقدار السلامة الذي «تبنيه» ضمن محفظتك الاستثمارية، فيجب أن يكون قائمًا على مقدار العائدات المتوقّعة التي تقبل بتفويتها. ما من إجابة صحيحة، فالمسألة مسألة موازنات ومقايضات. هذا هو السبب الذي حملني على إدراج الخلاصة الآتية في مذكرة كتبته في ديسمبر 2007م: «بما أنّ ضمان القدرة على الاستثمار في ظل ظروف غير مواتية، أمر غير متوافق مع زيادة العائدات في الأوقات الطيبة، فعلى المستثمر أن يختار أمرًا من أمرين».

«قفس الطيور الكبير»، 16 مايو، 2008م

“The Aviary,” May 16, 2008

العنصر الجوهرى في الاستثمار الدفاعى، هو ما يدعوه وارن بوفيت «هامش الأمان» أو «هامش الخطأ» (الظاهر أنّه ينتقل بين التعبيرين جيئة وذهابًا من دون التمييز بينهما). يستحق هذا الموضوع قدرًا غير قليل من التفكير.

ليس صعبًا أن يقوم المرء باستثمارات ناجحة إذا جاء المستقبل مثلما يتوقّعه. وما من غموض كثير في كيفية تحقيق الأرباح، في ظل افتراض أنّ الاقتصاد سيسير ضمن طريق مؤكدة، وأنّ قطاعات وشركات بعينها سيتميّز أداؤها عن غيرها. ويمكن أن تحقّق الاستثمارات ذات الاستهداف الضيق المحدّد، نجاحًا كبيرًا إذا جاء المستقبل مثلما يأمل المستثمر.

لكن، عليك أن تفكر بعض الشيء في كيفية التصرف، إذا لم ينصع المستقبل لما تريد. فما الذي يلزم لتصبح العواقب قابلة للتحمّل، حتّى عندما لا يلبّي المستقبل توقّعاتك؟ الإجابة هي: «هامش الخطأ».

فكر في ما يحدث عندما تقدّم جهة مانحة قرصاً. لا يصعب أبداً تقديم قروض يجري تسديدها إذا استمرت الأمور تجري مثلما تجري الآن. مثلاً، إذا لم يحدث ركود، وإذا ظل المقترض في عمله أو في وظيفته. لكن، ما الذي يسمح بأن يُسدّد ذلك القرض حتّى إذا تدهورت الأحوال؟ من جديد نقول إنّه «هامش الخطأ». إذا فقد المقترض عمله؛ فإنّ احتمال إعادة تسديد القرض تزداد إذا كان لدى المقترض مدّخرات، أو أصول قابلة للبيع، أو مصدر دخل بديل للتعويض. هذه الأمور هي ما يعطي الجهة المانحة «هامش الخطأ» الضروري.

التضاد بسيط هنا. إنّ المقرض الذي يصرّ على وجود هامش الخطأ، ولا يقدّم النقود إلاّ إلى مقترضين أقوياء، لن يتعرّض إلاّ إلى عدد محدود من الخسائر الائتمانية. لكن هذه المعايير المرتفعة التي يضعها، ستجبره على تفويت بعض فرص الإقراض؛ لأنّها ستذهب إلى المقرضين الآخرين الأقلّ إصراراً على تلك الشروط. سيبدو المقرضون الآخرون «الهجوميون» أكثر ذكاءً من المقرض المتحوّط (وسيجنون مزيداً من المال) طالما ظلّت بيئة السوق على حالها. ولا تأتي مكافأة ذلك المقرض الحريص إلاّ في الأوقات السيئة، وذلك على صورة خسائر إئتمانية أقل. لن يتمنّع المقرض الذي يصرّ على يصرّ على وجود هامش الخطأ بأعلى «القمم»، لكنّه سيتجنّب أسوأ حالات تراجع السوق أيضاً. هذا ما يحدث لمن يشدّدون على الاستثمار الدفاعي.

وإليك طريقة أخرى لتوضيح مسألة هامش الخطأ. يعثر المرء على شيء يظن أنّ قيمته تعادل 100 دولار. فإذا اشتراه بـ 90 دولاراً تكون لديه فرصة ربح طيبة، بالإضافة إلى فرصة متواضعة للخسارة، إذا اتّضح أن افتراضه كان متفائلاً. أما إذا اشتراه بـ 70 دولاراً؛ فإنّ فرصة الخسارة تكون أقلّ بكثير. إنّ هذا الانخفاض في السعر بقيمة 20 دولاراً، يفسح مجالاً إضافياً للخطأ مع استمرار بقاء الوضع مقبولاً. إنّ السعر المنخفض هو المصدر الحقيقي لهامش الخطأ المريح. الخيار بسيط إذن: حاول زيادة العائدات إلى أقصى حدّ ممكن من خلال تكتيكات وأساليب هجومية، أو حقّق لنفسك الحماية من خلال إيجاد هامش الخطأ. لا يمكنك أن تحقّق الأمرين معاً بصورة كاملة. هل يكون الأمر دفاعاً أم هجومياً أم مزيجاً من الاثنين؟ (وإن كان مزيجاً فكم نسبة هذين المكوّنين)؟



من بين هذين الطريقتين للأداء الاستثماري - استهداف أرباح استثنائية، وتجنّب الخسائر - أظنّ أنّ الثاني هو ما يمكن الاعتماد عليه أكثر. يكون تحقيق الأرباح عادة، متعلّقاً بتجنّب الخطأ، أكثر من تعلّقه بأن يكون المرء مصيباً في ما يخص أحداث ستأتي. بينما يكون تقليل الخسائر من خلال التثبّت من وجود القيمة الحقيقية، ومن تواضع توقّعات الفريق، ومن انخفاض الأسعار. تقول

لي حصيلة تجاربي إنَّ الأمر الثاني - تجنب الخسائر - هو ما يمكن القيام به بصورة أكثر اتساقاً واستمراراً.

لا بدَّ من إقامة توازنٍ واعٍ بين استهداف العائدات والحدِّ من المخاطرة؛ أي بين الهجوم والدفاع. في الاستثمارات ذات الدخل الثابت حيث كنت أعمل في بداية حياتي المهنية مديراً لمحفظة استثمارية، كانت العائدات محدودة، وكان الإسهام الأكبر للمدير يأتي من خلال تجنُّب الخسارة. وبما أنَّ الحدود العليا «ثابتة» حقيقةً في هذه الاستثمارات؛ فإنَّ المتغيّر الوحيد يكون موجوداً في ما يخص الحدود الدنيا فقط، بحيث يصبح تجنُّب بلوغ الحدِّ الأدنى هو مفتاح الأمر كلّه. لذا، فإنَّ تميّز المدير عندما يكون مستثمراً في السندات ليس متعلّقاً بطبيعة السندات التي تدرّ المال من بين السندات التي تحملها، لكنّه متعلّق إلى حدّ كبير بقدرتك على استبعاد السندات التي لا تدرّ عليك مالاً. يقول غراهام ودود: إنَّ هذا التشديد على استبعاد تلك السندات، يجعل الاستثمار في الدخل الثابت «فنّاً سلبياً».

من ناحية أخرى، فإنَّ أسهم الملكية، وغيرها من مجالات الاستثمار التي تستهدف الحدود العليا، تجعل العمل على تجنُّب الخسارة غير كافٍ؛ أي أنَّ إمكانية تحقيق عائدات مرتفعة، يجب أن تكون متوافرة أيضاً. وبينما يستطيع مستثمرو الدخل الثابت أن يمارسوا الدفاع فقط؛ فإنَّ المستثمرين الذين يريدون المضي إلى أبعد من الدخل الثابت - يكون ذلك بحثاً عن عائدات أعلى - عليهم أن يوازنوا بين الهجوم والدفاع.

يكمّن المفتاح في كلمة «توازن». ولا تعني حقيقة أنَّ المستثمرين يحتاجون إلى الهجوم، إضافة إلى حاجتهم إلى الدفاع، أنَّ عليهم عدم الاكتراث بكيفية المزج بين الأمرين. إذا أراد المستثمر استهداف عائدات أعلى، فعليه أن يقبل بقدر أكبر من عدم اليقين؛ أي من المخاطرة. وإذا كان طامعاً في عائدات تتجاوز ما تستطيع السندات تحقيقه، فهو لا يستطيع أن يتوقّع الوصول إلى تلك الغاية من خلال الاقتصر على تجنُّب الخسارة. لا بدَّ من بعض الهجوم إذن، وهذا الهجوم يأتي بمزيد من عدم اليقين. يجب اتخاذ القرار المتعلّق بالمضي في تلك الواجهة بصورة ذكية وواعية.



لعلَّ أنشطة شركة (أو كترى) تقوم على الدفاع أكثر من أي شيء آخر. (لكن ليس إلى حدّ استبعاد الهجوم بالطبع. ليس كل ما نشارك فيه فنّاً دفاعياً فحسب؛ لأنك لا تستطيع أن تستثمر

استثماراً ناجحاً في الأصول القابلة للتحويل وفي الديون المعسرة أو العقارات، إذا لم تكن مستعداً للتفكير في العائدات المرتفعة وفي العائدات المنخفضة معاً).

الاستثمار عالم مفعم «بالمومونات الذكورية»، حيث تجد كثيراً من الناس المعجبين بأنفسهم، الذين يتحدثون دائماً عن مقدار ما سيكسبون إذا تمكّنوا من تحقيق تلك الضربات الناجحة. اسأل بعض المستثمرين من مدرسة «أعرف» عمّا يجعلهم في حالة حسنة جداً، وستسمع منهم الكثير عن الضربات الناجحة التي قاموا بها في الماضي، وعن الاستثمارات الممتازة الموجودة في محافظهم الاستثمارية الآن. لكن، كم واحداً منهم يتحدث عن الاستثمارية والاتساق؟ وكم واحداً منهم يستطيع أن يقول لك إن أسوأ سنة مرّ بها لم تكن شديدة السوء؟

لعلّ من بين أكثر الأمور المفاجئة التي لاحظتها خلال 35 عاماً مضت، هي مقدار قصر الحياة المهنية الناجحة المتميّزة لدى أكثر المستثمرين. ليست قصيرة بمقدار الحياة الرياضية للرياضيين المحترفين، لكنّها أقصر بكثير ممّا يجب أن تكون في هذه المهنة، التي لا تتطلب عناء جسدياً. أين ذهب كبار المنافسين الذين كانوا موجودين، عندما بدأت أدير صندوق سندات العائدات المرتفعة منذ 25 أو 30 عاماً مضت. لم يعد أحد منهم موجوداً الآن. والمدهش أنّ أحداً من منافسينا البارزين في ميدان الديون المعسرة منذ 15 أو 20 عاماً، لم يعد في موقع متميّز اليوم.

أين ذهبوا جميعاً؟ لقد اختفى أكثرهم بسبب أخطاء ومشكلات مؤسسية، جعلت خططهم الاستثمارية غير قابلة للاستمرار. أمّا البقية فقد ذهبوا لأنهم راهنوا على الكثير فخسروا كل شيء.

يصل بنا هذا إلى ما أعدّه مفارقة كبرى: لا أظنّ أنّه يوجد الكثير من مديري الاستثمار، الذين تنتهي حياتهم المهنية؛ لأنّهم فشلوا في تحقيق ضربات كبيرة. إنهم يخرجون من اللعبة لأنّهم يغامرون كثيراً، لأنّهم لا يملكون المقدار الكافي من الاستثمارات الرابحة، بل لأنّ لديهم أكثر ممّا يجب من الاستثمارات الخاسرة! لكننا نجد دائماً مديرين كثيرين يواصلون ذلك النهج القاتل:

- يراهنون كثيراً جداً عندما يعتقدون أنّ لديهم فكرة رابحة أو نظرة صائبة للمستقبل، ويركزون محافظهم الاستثمارية بدلاً من تنويعها.
- يتكبّدون تكاليف مرتفعة لمعاملاتهم المالية؛ لأنّهم يغيّرون حيازاتهم كثيراً، أو يحاولون «توقيت» السوق.
- يبنون محافظهم الاستثمارية وفق السيناريوهات الموتية والنتائج المأمولة، بدلاً من ضمان استمرار قدرتهم على البقاء على الرغم من أخطاء الحسابات، التي لا بدّ منها، وعلى الرغم من حالات سوء الحظ.

أما في شركة (أو كرتي)، فإننا نعتقد اعتقاداً جازماً بأننا «إذا تجنّبنا الاستثمارات الخاسرة؛ فإنّ الاستثمارات الرابحة ستعرف كيف تهتم بنفسها». كان هذا شعارنا منذ البداية وسيبقى.

نحن نحاول «التسديد» المتوسط، وليس التسديد المفرط في الطموح. ونعرف أيضًا أنّ الآخرين سيحتلّون عناوين الصحف بسبب انتصاراتهم الكبرى ومواسمهم المشهودة. لكننا نتوقّع أن نبقى موجودين حتّى النهاية، بسبب أدائنا الجيد المتسوّق المستمرّ، الذي يحقق الرضا لعملائنا.

«ما خططك للعب؟» 5 سبتمبر، 2003م

“What’s Your Game Plan?” September 5, 2003

نرى من (الشكلين 1.5 و 2.5) وجود أرباح يمكن الحصول عليها مقابل تحمّل المخاطر. وأمّا الفارق بين الشكلين بالطبع، فهو أنّ الشكل الأول لا يشير إلى عدم اليقين الكبير المتضمّن في تحمّل المخاطر المتزايدة. بينما يشير الشكل الثاني إلى ذلك. ومثلما يتضح من (الشكل 2.5)؛ فإنّ الاستثمارات الأكثر مخاطرة، تتضمّن مجال نتائج أوسع، بما في ذلك احتمال الخسارة بدلاً من الأرباح المرجوة.

إنّ اللعب الهجومي - محاولة حيازة الاستثمارات الرابحة من خلال تحمّل المخاطرة - نشاط مفرط في الاندفاع. قد يأتي نجاح هذا النشاط بالأرباح المأمولة... لكنّه قد يأتي بخيبة الأمل أيضًا. يوجد أمر آخر لا بدّ من التفكير فيه: كلّما بدت المياه التي تصطاد فيها أكثر تحدّيًا وإغراءً بالأرباح المحتملة، ازداد احتمال أن تكون قد اجتذبت صيادين مهرة أيضًا. فإنّ لم تكن مهاراتك قادرة على جعلك صاحب قدرة تنافسية عالية؛ فمن المرجح أن تصبح فريسة للآخرين لا منتصرًا.

إنّ اللعب الهجومي يحمل المخاطر ويتطلّب العمل في مجالات تحمل تحديّات تقنية وفنية كبيرة. وهذا يعني أنّ من غير الجائز أن يُقدم المرء عليه إذا لم يكن يملك المؤهلات الكافية.

إضافة إلى المهارات الفنية؛ فإنّ الاستثمار الهجومي يتطلّب شجاعة نفسية أيضًا، إضافة إلى توافر عملاء يتمتّعون بالصبر (إذا كنت تدير أموال الآخرين)، وكذلك فهو يتطلّب رأس مال يمكن الاعتماد عليه. عندما تتطوّر الأمور في اتجاهات غير مواتية، فإنّك تصير في حاجة إلى هذه الأمور حتّى تتمكّن من الخلاص. قد تحمل القرارات الاستثمارية إمكانية النجاح على المدى البعيد أو على المتوسط، لكنّك إن لم تكن تملك تلك المؤهلات؛ فإنّ استثمارك الهجومي يمكن أن يحرمك من «العيش» حتّى تلك اللحظة.

إنّ إدارة محفظة استثمارية مرتفعة المخاطر، يشبه المشي فوق حبل مرتفع مشدود من دون شبكة أمان. تكون نتائج النجاح رائعة تستقطب الثناء من الجميع، لكن الانزلاق والسقوط يقتلان اللاعب.

إنّ الفكرة الأساسية في محاولة تحقيق الأداء المتفوّق متعلّقة كثيراً، بقدره المرء على أن يكون عظيماً. يجب أن يكون أول قرارات المستثمر وأكثرها أهمية، السؤال الخاص بالمدى الذي يمكن أن تبلغه المحفظة الاستثمارية من حيث المغامرة.

ما مدى التشديد الواجب على تنويع الاستثمارات وتجنّب الخسائر، وتوفير ضمانات ضد الأداء المتدنّي وكما يجب أن يضحيّ المستثمر بهذه الأمور أملاً في تحقيق أداء أفضل؟ لقد تعلّمت الكثير من هذه المقولة التي أراها تجلب الحذر لي: «نادراً ما يخطئ الشخص الحذر، ونادراً ما يكتب شعراً جيّداً أيضاً». للأمر وجهان.

وهذا ما يجعله مثيراً للتفكير فعلاً. قد يساعدنا الحذر على تجنّب الأخطاء، لكنّه يمكن أن يمنعنا من تحقيق إنجازات عظيمة. شخصياً، أنا أحب صفة الحذر لدى مديري الأموال. وأظنّ أنّ تجنّب الخسائر والسنوات المرعبة - في كثير من الأحوال - أمر أكثر قابلية للتحقيق من النجاح المتكرّر. لذا، فإنّ ضبط المخاطر، هو ما يمكن الاعتماد عليه أكثر من غيره لإيجاد أساس متين لبناء سجل استثماري متميّز على المدى البعيد. إنّ الاستثمار الحذر الذي يطالب بقيمة جيّدة للاستثمارات وبهامش كبير للخطأ، إضافة إلى الحذر في ما يخص ما لا يعرفه المرء وما لا يستطيع ضبطه والتحكّم فيه، هو ما يميز أفضل المستثمرين الذين عرفتهم.

«هل تجرؤ أن تكون عظيماً؟» 7 سبتمبر، 2006م

“Dare to Be Great?,” September 7, 2006

إنّ الاختيار بين الدفاع والهجوم سؤال عصيّ على الإجابة السهلة، مثلما هي الحال بالنسبة إلى أمور كثيرة في هذا الكتاب. وعلى سبيل المثال، دعونا نفكر في هذه الأحجية: نرى أشخاصاً كثيرين غير مستعدين لفعل ما يكفي في أي شيء (مثل: شراء الأسهم أو الالتزام بفترة من فترات الأصول أو الاستثمار مع أحد مديري الأموال) على نحو يمكن أن يسيء كثيراً إلى نتائجهم، إذا لم تسر الأمور على ما يرام.

لكن، حتّى يكون أي أمر قادراً على مساعدتك فعلياً على زيادة عائداتك عندما ينجح؛ فعليك أن تعمل ما فيه الكفاية على ذلك الأمر حتّى تحقّق النتيجة المرغوبة، لكن هذا يمكن أن يكون مؤذياً إذا فشل الأمر.

في عالم الاستثمار، يكاد كل شيء يكون ذا حدّين. يسري هذا على اختيار تحمّل مخاطر مرتفعة، وعلى اختيار تنويع المخاطر بدلاً من تركيزها، وكذلك على استخدام الأموال المقترضة لزيادة الأرباح. الاستثناء الوحيد هو توافر مهارات شخصية أصيلة. أمّا بالنسبة إلى بقية الأمور

كلّها؛ فإنّها يمكن أن تكون مفيدة إذا نجحت. وهذا يعني أنّها يمكن أن تكون مؤذية إذا فشلت. هذا ما يجعل الاختيار بين الدفاع والهجوم كبير الأهميّة والتحدي في آن معاً.

ينظر كثير من الناس إلى هذا القرار بصفتة اختياراً بين الطموح في ما هو أكثر، والقناعة بما هو أقل. لكن، بالنسبة إلى المستثمر الفطن، فإنّ الإجابة هي أن الدفاع يمكن أن يحقّق عائداً جيّدة بصورة متّسقة مستمرة. بينما يمكن أن يقوم الهجوم على أحلام جميلة لا تتحقّق في أغلب الأحيان. الدفاع هو السبيل الصائب في نظري.

يمكن أن يؤدّي الاستثمار الدفاعي إلى تفويت أشياء مغرية، بل تزداد إغراءً. ويمكن أيضاً أن يجعلك تحتفظ بمضربك على كتفك جولة بعد جولة. قد تسدّد «كرات» أقل ممّا يسدّده مستثمرون آخرون... لكن من المرجّح أنّ عدد التسديدات الخطأ لديك سيكون أقل أيضاً.

يبدو الاستثمار الدفاعي شيئاً يتطلّب قراءة وثقافة، لكنني أستطيع تلخيصه وتبسيطه: إنّه استثمار الخائفين! عليك أن تخاف احتمال الخسارة، وعليك أن تخشى وجود أمور لا تعرفها. وعليك أيضاً أن تخاف من أنّك يمكن أن تكون قادراً على اتخاذ قرارات عالية الجودة، لكنّ الأمور يمكن أن تجري على نحو سيئ بسبب سوء الحظ أو الأحداث المفاجئة.

إنّ «استثمار الخائفين» هذا، يحرم المرء من الشهرة، لكنّه يجعله يقظاً على الدوام، ويجعله قادراً على التفكير المتحفّز بصورة مستمرة.

وهو يجعله أيضاً، مصراً على توفير الهامش الكافي للأمان. هكذا تزداد الفرص بأن تكون المحفظة الاستثمارية جاهزة دائماً إذا ساءت الأمور. أمّا إذا جرت الأمور على ما يرام، فمن المؤكّد أنّ الاستثمارات الناجحة «تكون قادرة على الاهتمام بنفسها».

«أكثر الأمور أهميّة» 1 يوليو، 2003م

“The Most Important Thing,” July 1, 2003