

## الفصل الثامن عشر

### تجنّب المزالق

يحتاج المستثمر إلى فعل أمور قليلة صحيحة، طالما استطاع تجنب الأخطاء الكبيرة.

وارن بوفيت<sup>1</sup>

أقول في كتابي هذا، إن محاولة تجنبّ المزالق، أكثر أهمّية من بذل الجهد لتحقيق نجاحات استثمارية عظيمة. يمكن تحقيق تلك النجاحات خلال بعض الزمن، لكنّ حالات الفشل العارضة قد تكون قاتلة. يمكن القيام بالأمر الأول بصورة أكثر تكراراً وأكثر موثوقية... ولا تكون عواقبه إن فشل، إلاّ عواقب قابلة للاحتمال. أمّا عند وجود محفظة استثمارية مرتفعة المخاطر؛ فمن شأن تقلّبات السوق الهابطة، أن تجعل المستثمر يفقد الثقة ويبيع استثماراته بسعر منخفض. أمّا المحفظة التي تتضمّن قدرًا قليلاً من المخاطر، فيمكن أن تجعل أداءك أقل من أداء غيرك في السوق الصاعدة، لكنّ أحدًا لا يموت لهذا السبب. توجد مصائر أكثر سوءًا بكثير من هذا المصير.



كي نتجنّب المخاطر، علينا أن نفهم المزالق التي توجدنا ونتفادها. وأنا أحاول في هذا الفصل، أن أجمع المسائل الرئيسة التي ناقشتها في الفصول السابقة؛ أملاً في إلقاء مزيد من الضوء عليها تحت مظلة واحدة؛ لأنّ ذلك يمكن أن يساعد المستثمرين على أن يصبحوا أكثر انتباهاً للنقاط التي تسبّب المشاكل. تتألف نقطة البدء من إدراك وجود الكثير من المزالق ومن التعرّف إلى شكلها.

أعتقد أنّ مصادر الخطأ، تتألف من حيث الأساس من مصادر تحليلية/عقلية، ومصادر نفسية/انفعالية. إنّ النوع الأول من مصادر الخطأ واضح جليّ: يمكن أن تكون المعلومات التي نجعلها أقلّ ممّا يلزم، أو يمكن أن تكون خطأ. وقد نستخدم عمليات تحليلية غير صحيحة، ونرتكب أخطاء في حساباتنا، أو نتغاضى عن أمور يجب نقوم بها. يوجد الكثير من الأخطاء لا يمكن تعدادها كلّها هنا، وهذا الكتاب يهتم في المقام الأول بالفلسفة والتركيبة الذهنية، أكثر من العمليات التحليلية.



1. ثالث أغنى أغنياء العالم لعام 2012م، حسب مجلة فوربس الأمريكية.

لكن يوجد نوع من أخطاء التحليل، التي أودّ أن أخصّص بعض الوقت لدراستها، ألا وهي ما أدعوه «فشل المخيِّلة». وأعني بهذا أن يكون المرء غير قادر على استيعاب الصورة الكاملة للنتائج المحتملة، أو ألا يمتلك الفهم الكامل لعواقب الأحداث الأكثر حدّية أو تطرّفًا. سأتناول هذا الموضوع بإسهاب أكبر في المقطع الآتي.

ناقشنا في الفصول السابقة من هذا الكتاب، عددًا من مصادر الخطأ النفسية أو الانفعالية: الجشع والذعر، والاستعداد لتعليق قدرة عقل الإنسان على التشكُّك وعدم التصديق؛ والحسد والنزعة الذاتية؛ والحافز الذي يحمل المرء على استهداف تحقيق عائدات مرتفعة من خلال قبول المخاطر؛ وميل المرء إلى المبالغة في قدرته على معرفة المستقبل. تسهم هذه الأمور كلّها في حالات الازدهار والتراجع في السوق، أي الحالات التي يجتمع فيها المستثمرون معًا؛ كي يفعلوا الأمور الخطأ تمامًا.

يوجد نوع آخر من المزالق المهمّة - وهو مزلق نفسي، لكنّ أهميته تجعله يشكّل فئة قائمة بذاتها - وهو الفشل في إدراك دورات السوق وحالات الاندفاع الشديد، ثم التحرك في الاتجاه المعاكس. لا تحدث الحالات الحدّية في دورات السوق، وفي ميولها وتوجّهاها، إلا بصورة نادرة. وهذا يجعلها مصدرًا لا يتكرّر كثيرًا، من مصادر الخطأ، لكنّها تزيد كثيرًا من أثر الأخطاء الكبيرة. إنّ قدرة «نفسية الفريق» على إجبار المرء على الانصياع والتصرّف مثلما يتصرّف الآخرون، تكاد تكون قدرة لا يستطيع أحد مقاومتها، ما يجعل محاولة الوقوف في وجهها أمرًا في غاية الأهمية. لقد ناقشنا هذا الأمر في مكان سابق أيضًا.

يعدّ «فشل المخيِّلة» - عدم القدرة على الفهم المسبق لتّسع مجال النتائج المحتملة - أمرًا مثيرًا لاهتمام خاصّ، وهو يحدث بطرق كثيرة.

ومثلما قلت سابقًا؛ فإنّ الاستثمار يتألّف كليًا من التعامل مع المستقبل. كي نستثمر؛ يتعيّن علينا أن نمتلك رؤية لما يمكن أن يكون عليه المستقبل. وعلى وجه العموم، فإنّنا لا نملك خيارات كثيرة، غير افتراض أنّ ذلك المستقبل سيكون شبيهاً بالماضي. ومن هنا فمن غير الشائع نسبيًا أن يقول أحد: «لقد كان متوسط نسبة الأسعار/الأرباح في الأسهم الأمريكية 15 نقطة خلال 50 عامًا مضت، وسأتوقّع أنّه سيكون 10 نقاط فقط (أو 20) في السنوات القادمة».

وهكذا فإنّ جُلّ المستثمرين، يستقرّون الماضي في الحاضر؛ الماضي القريب خاصّة. لماذا الماضي القريب؟

أولاً: لأنّ ظواهر مالية مهمّة كثيرة، تسير وفق دورات طويلة زمنياً، ما يعني أنّ من يعيشون حدثاً حديثاً يكون قد انتهى بهم الأمر إلى الخروج إلى الحياة العملية غالباً، قبل أن يحدث ذلك الأمر مرة أخرى.

ثانياً: مثلما يقول كينيث غالبريث، فإنّ الذاكرة المالية ميّالة إلى أن تكون شديدة القصر.

ثالثاً: إنّ أيّة فرصة للتذكّر، تكون ميّالة إلى أن تُمحي بفعل الوعد بالمال السهل، وهو وعد يمثّل دائماً جزءاً لا يتجزأ من آخر «الصرعات» الاستثمارية.

يكون المستقبل شبيهاً بالماضي فعلاً معظم الوقت. وهكذا فإنّ الاستقراء لا يؤدي إلى أي ضرر. أما عند نقاط الانعطاف المهمة؛ أي عندما يكف المستقبل عن كونه شبيهاً بالماضي، فإنّ الاستقراء يفشل، ونرى خسارة كميات كبيرة من المال، أو فوات فرصة كسبها.

من هنا، فمن الأهميّة بمكان، أن نعود إلى ملاحظة بروس نيوبرغ الحكيمة، عن الفارق الكبير بين الاحتمالات والنتائج. تحدث أمور كان يفترض ألاّ تحدث. ومن الممكن أن تنحرف النتائج على المدى القريب، عن الاحتمالات الخاصة بالمدى البعيد، وأن تتجمّع الأحداث التي لم تكن متوقّعة كثيراً. على سبيل المثال، يمكن أن تأتي رمية حجرّي نرد بالرقم 6 مرّة كلّ 36 رمية. وإذا رمينا حجرين 36 مرّة، فيجب أن تأتي إحدى هذه المرات بالرقم 6 مزدوجاً. لكن هذا يمكن أن يحدث 5 مرّات متتالية - ثمّ لا يحدث أبداً خلال 175 محاولة - ويكون، على المدى البعيد، قد حدث مثلما هو متوقّع له. إنّ الاعتماد المفرط على حقيقة أمر ما «يجب أن يحدث»، يمكن أن تقتلك عندما لا يحدث ذلك الأمر. وحتى إذا كنت تفهم ما يكمن خلف ذلك من توزّع للاحتمالات؛ فإنّك لا تستطيع الاعتماد على حدوث الأمور مثلما يفترض أن تحدث. وإن نجاح تصرفاتك الاستثمارية، لا يجوز أن يكون معتمداً جداً على النتائج العادية، التي تسود في معظم الأحوال. بدلاً من ذلك، عليك أن تفسح مجالاً لاحتمال ظهور نتائج «شاذة».

يستثمر المستثمرون لسبب وحيد، وهو أنّهم يتوقّعون أن تتجح هذه الاستثمارات، وهكذا فإنّ تحليلهم يتركز حول السيناريوهات المحتملة. لكن على المستثمرين عدم «التثبيت» على ما يفترض أن يحدث، إلى درجة تجعلهم يستبعدون الاحتمالات الأخرى. ويمكن أيضاً أن يفرطوا في المخاطرة من حيث الاعتماد على الاقتراض، إلى حدّ يمكن عنده للنتائج السلبية أن تقضي عليهم. لقد حدث أكثر حالات الانهيار في أزمة الائتمان الأخيرة؛ لأنّ شيئاً «ما» لم يسر مثلما كان مفترضاً أن يسير.

لقد حدثت الأزمة المالية - إلى حدّ كبير - بسبب اجتماع أحداث لم نرها من قبل، مع هيكليات استثمارية مفرطة في الاعتماد على الاقتراض، وغير مصمّمة كي تستطيع أن تتحمل أثر تلك الأحداث. وعلى سبيل المثال، فإنّ المشتقات الإئتمانية كانت مصمّمة ومصنّفة، بناءً على افتراض عدم إمكانية حدوث تراجع في أسعار المنازل على المستوى القومي؛ لأنّ هذا التراجع لم يحدث أبداً من قبل (أو لعله لم يحدث خلال الزمن الذي تغطّيه الإحصائيات الحديثة). لكنّ تراجعاً ذا مقاييس كبيرة قد حدث بعد ذلك، فما كان من الهيكليات الاستثمارية المبنية على افتراض عدم إمكانية حدوثه، إلّا أن تهاوت.

ومثلما قلت سابقاً؛ من المفيد ملاحظة أنّ افتراض عدم إمكانية حدوث أمر، تحمل في طياتها احتمال جعله يحدث؛ لأنّ الناس المؤمنين بأنّه لا يمكن أن يحدث، سينخرطون في سلوكيات مغامرة، تؤدّي إلى تغيير البيئة الاستثمارية. منذ 20 عاماً أو أكثر، كان تعبير «إقراض الرهونات» مرتبطاً على الدوام بمصطلح «محافظ». كان على من يشتري منزلاً أن يدفع (20% - 30%) من قيمة الشراء مقابل الرهن، وكانت مدفوعات الرهونات محدودة بنسبة 25% من الدخل الشهري بفعل التقليد السائد. أمّا تقويم المنازل فقد كان يجري بصورة حذرة ومحترسة. وكان مطلوباً من المقترض أن يقدم بيانات موثقة توضّح مركزه المالي. أمّا عندما انفتحت الشبهة الاستثمارية على الأسهم المدعومة بالرهونات، وازداد الإقبال عليها في العقد الماضي - حدث هذا لأنّ أداء الرهونات كان على الدوام مستقرّاً يمكن الاعتماد عليه، طالما ساد الافتراض القائل بأنّ موجة من التخلف عن تسديد الرهونات على المستوى القومي لا يمكن أن تحدث - لكنّ قسماً كبيراً من هذه المعايير التقليدية اختفى تماماً. وما كان يجوز لنتائج ذلك أن تفاجئ أحداً.

يعيدني هذا إلى معضلة لا بدّ لنا من تناولها. ما مقدار الزمن ورأس المال الذي يتعيّن على المستثمر تخصيصه للحماية من الكوارث «المستبعدة»؟ نستطيع التأمين على أنفسنا ضد أيّة نتائج حدّية. فعلى سبيل المثال، يمكننا التأمين ضد الانكماش والتضخم المفرط. لكن فعل ذلك سيكون مكلفاً. وسيجري اقتطاع تلك الكلفة من العائدات الاستثمارية، عندما يتضح أنّ تلك الحماية لم تكن لازمة. وسيحدث هذا معظم الوقت! يمكنك أن تجعل محفظتك الاستثمارية تؤدّي أداءً جيّداً إذا تكرّر عام 2008م، لكنك عند ذلك لن تحتفظ إلاّ بأسهم الخزينة. وبالتقد السائل أو الذهب. فهل هذه إستراتيجية قابلة للتنفيذ؟ من المرجّح أنّها ليست كذلك. القاعدة العامة إذن، هي أنّه من الأهمّية بمكان، أن يتجنّب المرء المزالق، لكن لا بدّ أن يوجد حدّ لذلك. يختلف هذا الحدّ من مستثمر إلى مستثمر آخر.

يوجد جانب مهم آخر من جوانب فشل المخيِّلة. يعرف الجميع أنّ للأصول عائدات ومخاطر متوقَّعة، وأنّ من الممكن توقُّع تلك الجوانب. لكنّ قلّة من الناس تفهم مسألة الترابط بين الأصول: كيف تكون استجابة أصل من الأصول إلى تغيّرات تصيب أصلاً آخر؟ أو كيف يمكن أن يستجيب هذان الأصلان معاً بصورة متماثلة، لتغيّر يصيب أصلاً ثالثاً؟ إنّ القدرة على فهم قوة الترابط وتوقُّعها - وبالتالي حدود عملية تنويع الاستثمارات - هي جانب رئيس من جوانب ضبط المخاطر، وإدارة المحافظ الاستثمارية. لكنّ الوصول إلى تحقيق هذا الجانب أمر في غاية الصعوبة. إنّ عدم القدرة على التوقُّع الصائب للحركة الترافقية ضمن المحفظة الواحدة، مصدر مهمّ من مصادر الأخطاء الاستثمارية.

يفشل المستثمر غالباً، في إدراك الخيوط العامّة المشتركة، التي تتخلّل المحافظ الاستثمارية. يعرف كل مستثمر أنّه إذا تهاوى سهم إحدى شركات صناعة السيارات؛ فمن شأن العوامل المشتركة ضمن هذا القطاع، أن تجعل أسهم السيارات كلّها تنخفض في وقت واحد. لكنّ عدداً أصغر من المستثمرين، قادر على فهم الترابطات التي تجعل الأسهم الأمريكية تهبط كلّها معاً، أو الأسهم في العالم المتقدّم، أو الأسهم في العالم كلّه، أو الأسهم والسندات أيضاً، إلخ...

وهكذا فإنّ فشل المخيِّلة يتألّف في المقام الأول، من عدم توقُّع إمكانية بلوغ أحداث المستقبل نقاطاً حدّية، وفي المقام الثاني، من عدم القدرة على فهم الآثار المدمّرة للأحداث الحدّية. لعلّ عدداً من المتشكّكين خلال أزمة الإثتمان الأخيرة، قد شكّ في إمكانية حدوث العجز عن سداد القروض الميسّرة، لكن هذا لا يعني أنّ من توقَّعوا ذلك قد فهموا التفرّعات التي يمكن أن تمتد بعيداً خارج سوق الرهونات. لم يتخيّل انهيار الرهونات إلّا عدد قليل من الناس، لكنّ عدداً أقل من ذلك بكثير، توقَّع أن يؤدّي ذلك إلى تهاوي الأوراق الحكومية، وصناديق السوق المالية. ولم يتوقَّع أحد أنّ (ليمان براذرز) و(بير شيرنز) و(ميريل لينش) ستنتهي بصفحتها شركات مستقلة، ولا إعلان (جنرال موتورز) و(كرايسلر) الإفلاس، وتطلبان العون المالي.



من نواحٍ كثيرة، يمكن عدّ القوى النفسية من بين أكثر مصادر الأخطاء الاستثمارية إثارة للاهتمام. إنّ هذه القوى قادرة على ممارسة تأثير كبير في أسعار الأسهم. وعندما تؤدّي بعض المستثمرين إلى تبني وجهات نظر حدّية لا يتمكّن الآخرون من موازنتها، فمن الممكن أن يؤدّي فعل هذه القوى إلى جعل الأسعار ترتفع كثيراً جداً، أو تنخفض كثيراً جداً. هذا هو أصل الفقاعات والانهيّارات. كيف يتأدّى المستثمرون بفعل هذه القوى؟

- بالاستسلام لها.
- بالمشاركة من دون علم في أسواق تعرّضت إلى التشويه، بفعل استسلام مستثمرين آخرين لهذه القوى.
- بالفشل في الاستفادة، عندما تكون هذه التشوّهات واضحة.

هل تمثّل هذه النقاط الثلاث شيئاً واحداً؟ لا أظنّ هذا! فلنناقش هذه الأخطاء الثلاثة ضمن سياق القوة النفسية الأكثر شراً: الجشع. عندما يبلغ الجشع حدود الإفراط، تميل أسعار الأسهم إلى الارتفاع كثيراً. وهذا ما يخفّض العائدات المتوقّعة ويزيد المخاطر. تمثّل الأصول المعنية هنا أخطاءً تنتظر فرصتها لإنتاج الخسائر... أو تنتظر من يستفيد منها ليربح.

يعني الخطأ الأول من هذه الأخطاء الثلاثة المذكورة أعلاه - الاستسلام - للتأثيرات السلبية - انضمام المستثمر إلى الفريق، والاندفاع نحو الشراء. فإذا دفعتك الرغبة في جني المال إلى الشراء، حتّى عندما تكون الأسعار مرتفعة أكثر ممّا يجب، وذلك أملاً في استمرار ارتفاع السعر، أو أملاً في استمرار نجاح ذلك السلوك الاستثماري، فإنّك تحضّر نفسك للإصابة بخيبة أمل كبيرة. وإذا اشترت عندما تتجاوز الأسعار القيمة الحقيقية، فسيكون عليك أن تملك حظاً وافراً كي تبيع بدلاً من أن تخسر، يتعيّن هنا على الأصل أن يتحوّل من أصل مُبالغ في تقويمه إلى أصل مُبالغ أكثر في تقويمه. من المؤكّد أنّ الأسعار المرتفعة تجعل الاحتمال الثاني أكثر ترجيحاً من الاحتمال الأول، أي أنّك ستخسر.

يمكننا أن ندعو الخطأ الثاني «خطأ الغفلة». قد لا تكون مدفوعاً بفعل الجشع! وعلى سبيل المثال، يمكن أن تكون خطّتك لمُدخراتك التقاعدية قائمة على الاستثمار في سوق الأسهم بصورة سلبية مستقرّة، من خلال أحد الصناديق العاملة بالموثّرات. وعلى الرغم من ذلك؛ فإنّ المشاركة (حتّى من دون علم منك) في سوق أصبحت مرتفعة إلى هذا الحدّ بسبب الشراء غير المنضبط من جانب الآخرين، تحمل تبعات سلبية بالنسبة إليك.

إنّ كل تأثير سلبي، وكل نوع من أنواع السوق «الخطأ»، يمثّل سبيلاً إلى الاستفادة بدلاً من ارتكاب الأخطاء. لذا، فإنّ الشكل الثالث من أشكال الأخطاء الاستثمارية، لا يتكوّن من فعل الأمر الخطأ، بل بالأحرى الامتناع عن فعل الأمر الصحيح. يكون المستثمرون العاديون محظوظين، إذا تمكّنوا من تجنّب المزالق، بينما يسعى المستثمر المتفوّق إلى تحقيق المكاسب من تلك المزالق نفسها. يمكن أن يأمل معظم المستثمرين في عدم البيع، أو في البيع أقلّ من السابق، عندما يدفع الجشع سعر سهم من الأسهم إلى نقطة مضرة الارتفاع. لكن المستثمر المتفوّق يمكن أن يبيع سلفاً (أي قبل

أن يشتري) بهدف الاستفادة عندما يتهاوى سعر الأسهم. إن ارتكاب النوع الثالث من الأخطاء - الامتناع عن البيع المسبق لسهم مبالغ في تقويمه مثلاً - أمر مختلف عمّا سبق؛ لأنه نوع من «خطأ الإغفال»؛ لكنّه خطأ قد يكون أكثر المستثمرين مستعداً للتعايش معه.



مثلاً ذكرت سابقاً؛ فمن المزالق التي نستطيع نسبتها إلى العوامل النفسية، الاستعداد العارض لدى المستثمر بقبول منطوق جديد تماماً، كامن خلف الفقاعات والانهيارات. ويكون ذلك عادة، بسبب الاعتقاد بأن «الأمر مختلف هذه المرة». إن قلّة التشكك في الأسواق الصاعدة تجعل من هذا الأمر كثير التكرار، وذلك عندما يقبل المستثمرون ما يأتي:

- توجد تطوّرات جديدة ستغيّر وجه العالم.
- النماذج التي كانت سائدة في الماضي (مثل صعود دورة الأعمال وهبوطها) لن تستمر كذلك.
- القواعد قد تغيّرت (مثل المعايير التي تحدّد إن كانت الشركات في موقع يجعلها تستحقّ الإمداد بالقروض، وما إذا كانت ديونها تستحقّ الشراء).
- معايير التقويم التقليدية لم تعد ذات معنى (بما في ذلك معدّلات الأسعار/الأرباح بالنسبة إلى الأسهم، أو هوامش الربح للسندات، أو معدّلات تحويل الأصول العقارية إلى أسهم قابلة للتداول).

وبسبب طريقة تأرجح البندول (انظر الفصل التاسع) فإنّ هذه الأخطاء تحدث غالباً معاً، وذلك عندما يصبح المستثمرون شديدي الإيمان بما يقال، وعندما يمتنعون عن واجب التشكك.

نجد دائماً منطوقاً - وهو منطوق معقّد أحياناً - متوافراً لشرح السبب الذي قد يجعل ثامنة عجائب العالم، تعمل في صالح المستثمر. لكنّ صاحب الشرح ينسى عادة: (أ) أنّ الظاهرة الجديدة ستكون افتراقاً كاملاً عن التاريخ، (ب) تتطلّب هذه الظاهرة أمور أخرى حتّى تحدث، (ج) يمكن حدوث أمور كثيرة بدلاً من ذلك، (د) يمكن لكثير من هذه الأمور أن يكون مدمراً.



تقوم الخطوة الأساسية الأولى في تجنّب المزالق على الانتباه إلى تلك المزالق. إنّ مزيج الجشع والتفاؤل يؤدّي بكثير من الناس بصورة متكرّرة، إلى اعتماد إستراتيجيات يأملون أن تنتج لهم

عائدات مرتفعة من دون مخاطر كبيرة، وأن تؤدي إلى دفع أسعار مرتفعة مقابل أسهم وأوراق مالية ذات وضع غامض، وأن تسمح لهم بالاحتفاظ بالأمور التي اشتروها بعد أن أصبح ثمنها مرتفعاً جداً، وذلك انتظاراً لمزيد من ارتفاع السعر. وبعد ذلك، فمن شأن نظرة إلى الخلف، أن تجعل الجميع يرون ما جرى بصورة خطأ: لقد كانت هذه الآمال غير واقعية، وجرى تجاهل المخاطر! لكن تعلم الدروس الخاصة بالمزلق من خلال التجارب المؤلمة، ليس بذي فائدة كبيرة للمستثمرين. المفضاح هو محاولة توقع هذه المزالق. وكي أوضح ما أقول؛ فإنني أتحوّل الآن إلى أزمة الإئتمان الأخيرة: الأسواق صفوف في مدرسة، يجري فيها تعليم الدروس كل يوم. ويكمن مفتاح النجاح الاستثماري في حسن المراقبة وحسن التعلم. في ديسمبر 2007م، وبعد مدة من بدء مشكلة تعثر القروض الميسرة، مع ما رافق ذلك من عدوى انتشرت إلى بقية الأسواق، واتضح ذلك في أعين الجميع، حاولت أن أعدّ الدروس الواجب تعلمها ممّا حدث. وعندما فرغت من هذه المهمة أدركت أن هذه الدروس لم تكن دروساً مستمدة من الأزمة الأخيرة وحدها، بل كانت دروساً رئيسة تصلح للأوقات جميعها. وعلى الرغم من أنني تناولت هذه الدروس في أماكن مختلفة من هذا الكتاب، فقد يجد القارئ فائدة في رؤيتها مجموعة هنا معاً في مكان واحد.

ما الذي نتعلمه من الأزمة، أو ما الذي يجب أن نتعلمه:

- إن توافر رأس المال بكميات كبيرة، يجعل النقود تذهب إلى أماكن خطأ؛ عندما يكون رأس المال نادراً، ويشد الطلب عليه، يواجه المستثمرون خيارات تخصيص رأس المال المتاح، من حيث اختيار الاستخدام الأفضل لما لديهم من أموال. ويكون عليهم اتخاذ قراراتهم بانضباط وصبر. أمّا عندما يكثر رأس المال الذي يطارد عدداً محدوداً من الأفكار، فستحدث استثمارات لم تكن تستحق أن تحدث.
- عندما يذهب رأس المال إلى حيث لا يجوز أن يذهب؛ تحدث الأمور السيئة: عندما يكون رأس المال شحيحاً في الأسواق المالية؛ فإن طالبي القروض ممن يستحقونها فعلاً، يصابون بخيبة أمل عند رفض طلباتهم. أمّا عندما يكون المال متوافراً؛ فإن عروض القروض تقدّم على طبق من فضة إلى مقترضين غير مؤهلين. والنتيجة التي لا مهرب منها في هذه الحالة، هي العجز عن السداد، والإفلاس، والخسارة.
- عندما يكون رأس المال معروضاً بكثرة، يتنافس المستثمرون على الصفقات، من خلال قبول عائدات منخفضة، وهوامش خطأ قليلة؛ عندما يرغب الناس في شراء أحد الأشياء؛ فإن منافستهم على هذا الشيء تتخذ صورة «مزاد» تُطرح فيه عروض أعلى فأعلى. وعندما يفكر المرء في الأمر، يرى أن تقديم عرض أعلى من أجل شيء ما، يماثل القول إنك تقبل أن تأخذ قيمة أقل مقابل نقودك. لذا، فإن العروض الخاصة بالاستثمارات، يمكن أن ننظر إليها

بصفتها تصريحًا عن مدى تواضع العائدات، التي يطالب بها المستثمرون، وعن مدى المخاطر التي يكونون مستعدين لقبولها.

- يؤدي عدم الاكتراث بالمخاطرة إلى مزيد من المخاطر: «لا يمكن أن يجري أي شيء على نحو خطأ». «لا وجود لسعر مرتفع جدًا». «سأجد دائمًا من يدفع لي أكثر مقابل هذا». «إذا لم أتحرك سريعًا، سيتحرك غيري ويشتريه». تشير عبارات من هذا النوع، إلى قلة الانتباه إلى المخاطر. وقد شهدت الدورة الأخيرة أشخاصًا يظنون أنّ الإقدام على شراء شركات كاملة، يمكن أن يدعم المزيد والمزيد من الاستثمار بأموال مقترضة، وذلك لأنهم كانوا يشترون شركات جيدة، أو يمولون أعمالهم بقروض ميسرة. وقد أدّى بهم هذا إلى تجاهل مخاطر التطوّرات غير المواتية، وإلى تجاهل الخطر الكامن دائمًا في الهيكليات الاستثمارية، التي تفرط في الاعتماد على الأموال المقترضة.
- إنّ قلة التحوط الواجب، تؤدي إلى خسائر استثمارية: يكون الدفاع الأفضل في وجه الخسارة، من خلال التحليل المتبصّر، ومن خلال الإصرار على ما يدعوه وارن بوفيت «هامش الخطأ». لكنّ الناس في الأسواق «الساخنة» يقلقون كثيرًا من ضياع الفرص لا من ضياع المال. ويصبح التحليل المتشكك الذي يستهلك زمنًا غير قليل، مقتصرًا على «العجائز الأغبياء».
- في أزمان الاندفاع، يتّجه كثير من رأس المال إلى استثمارات جديدة مبتكرة، يُثبت أكثرها في ما بعد فشله في اختبار الزمن: يركّز مستثمرو زمن صعود السوق على ما يمكن أن ينجح، وليس على ما يمكن أن يفشل. تحلّ الלהفة محلّ الحيطة، وتؤدي بالناس إلى قبول منتجات استثمارية جديدة لا يفهمونها. وفي ما بعد يتساءل هؤلاء الناس عمّا كانوا يفكّرون فيه آنذاك.
- توجد أماكن ضعف خفية في المحافظ الاستثمارية، يمكن أن تجعل أسعار أصول تبدو لا صلة بينها، تتحرك بصورة متماثلة: إنّ تقدير عائدات الاستثمار ومخاطره، أسهل من فهم كيفية تحركها بالقياس إلى الاستثمارات الأخرى. يجري التقليل من أهمية هذا الترابط غالبًا، وذلك على الرغم من الدرجة التي يبلغها في الأزمات. يمكن أن تبدو محفظة استثمارية حسنة التنوع، من حيث فئات الأصول ومن حيث القطاعات الاقتصادية والمناطق الجغرافية. أمّا في الأوقات السيئة، فتوجد عوامل غير أساسية (مثل المطالبات بالتسديد، وتجمّد الأسواق، والتوجّه العام إلى الابتعاد عن المخاطر) يمكن أن تصبح مهيمنة فتلحق أثرًا ضارًا في كل شيء.
- يمكن للعوامل النفسية والتقنية أن تطيح بالأساسيات: على المدى البعيد، يكون إيجاد القيمة وتدميرها مدفوعين بالأساسيات، وذلك مثل الميول الاقتصادية، وأرباح الشركات، والطلب على المنتجات، ومهارة المديرين. أمّا على المدى القصير؛ فإنّ الأسواق تكون عادة شديدة الاستجابة لنفسية المستثمرين، وللعوامل التقنية المؤثرة في العرض والطلب على الأصول. والواقع أنّني

أرى أنّ الثقة المفرطة، تمارس دوراً أهم من أي شيء آخر على المدى القصير. يمكن أن يحدث أي شيء في هذا الصدد، ويمكن أن تكون نتائجه غير متوقّعة ولا عقلانية.

- الأسواق تتغيّر فتفقد النماذج قيمتها: إنّ القصص التي تتحدّث عن صعوبات الصناديق «الكمية»، تركّز على فشل النماذج الحاسوبية والفرضيات الكامنة خلفها. إنّ الحواسيب التي تدير المحافظ الاستثمارية، تحاول في المقام الأول أن تستفيد من النماذج التي كانت صحيحة في أسواق الماضي، لكنّها لا تستطيع التنبؤ بالتغيّرات التي تطرأ على هذه النماذج، ولا تستطيع التنبؤ بالفترات المختلفة. ومن هنا، فإنّها تبالغ في تقدير إمكانية الاعتماد على نماذج الماضي.
- إنّ الاستثمار بأموال مقترضة، يزيد المخرجات لكنه لا يُنتج قيمة مضافة: من المعقول تماماً أن يستخدم المستثمر الأموال المقترضة لزيادة استثماراته، من خلال أصول معروضة بأسعار مغرية، ما يمكن أن يعده بعائدات أكثر ارتفاعاً أو بتعويضات سخية مقابل المخاطر. لكنّ الخطر يكمن في استخدام الأموال المقترضة لشراء مزيد من الأصول، التي تعد بعائدات منخفضة، أو بهوامش خطأ ضيّقة. بكلمات أخرى: إنّها أصول مسعرة بسعرها الحقيقي أو بأكثر من ذلك. وهذا يجعل استخدام الاقتراض لمحاولة تحويل العائدات غير الكافية إلى عائدات كافية، أمراً غير منطقي.

- الإفراطات تصحّح نفسها: عندما تكون الحالة النفسية للمستثمرين متفائلة، وتكون الأسواق «مسعرة من أجل الكمال» - استناداً إلى الافتراض بأنّ الأمور ستظل جيّدة على الدوام - فإنّ المسرح يكون قد أُعدّ من أجل دمار رأس المال. قد يحدث هذا عندما يتبيّن أنّ فرضيات المستثمرين، كانت مفرطة في التفاؤل، وأنّ الأحداث السيّئة يمكن أن تحدث فعلاً. ومن الممكن (ببساطة) أيضاً أن يحدث؛ لأنّ الأسعار التي أفرطت في الارتفاع، عادت فانهارت تحت تأثير وزنها الذاتي.

يمكن اختصار معظم هذه الدروس الأحد عشر إلى درس واحد فقط: كن منتهباً إلى ما يجري من حولك، وكذلك إلى ما يخصّ التوازن بين العرض والطلب من أجل الأموال الجاهزة للاستثمار، واللفتة إلى إنفاق هذه الأموال. نعرف كيف يكون الأمر، عندما يكون رأس المال المتوافر قليلاً جداً، ويكون التردّد في مفارقتها زائداً: يمكن للاستثمارات الجيّدة أن تتسوّل القروض تسوّلاً، ويمكن للأعمال أن تشهد تباطؤاً على امتداد الاقتصاد كلّ. يدعى هذا الوضع «انهياراً إثمانيّاً». لكنّ الحالة المعاكسة تستحقّ اهتماماً مماثلاً. لا وجود لتعبير معتمد يصف هذه الحالة. وهذا ما يجعلني أرى في تعبير «أموال كثيرة تلاحق أفكار قليلة» تعبيراً وافياً بالفرض.

وبغضّ النظر عن الاسم الذي نطلقه على هذه الحالة؛ فإنّ الزيادة المفرطة في عرض رأس المال، وما يرافق ذلك من ندرة في التحوّط، كما رأينا بين عامي (2004 - 2007)م، مع ما كان لها من آثار كارثية، يمكن أن تكون أمراً شديداً الخطورة على صحتك الاستثمارية لا بد لك من إدراكه والتعامل معه.

«ليست هذه المرة مختلفة أبداً» 17 ديسمبر، 2007م

“No Different This Time,” December 17, 2007



لقد وفّرت الأزمة العالمية فرصة عظيمة للتعلّم؛ لأنّها انطوت على أخطاء جسيمة إلى حد كبير، ولأنّها قدّمت الدروس التي أوردتها في مذكّرتي في ديسمبر 2007م. كانت المزالق في كل مكان: كان المستثمرون غير قلقين، بل كانوا مندفعين منتشين في السنوات التي سبقت الأزمة. اعتقد الناس أنّ المخاطرة صارت أمراً من الماضي، وبأنهم ليسوا في حاجة إلاّ إلى القلق من تفويت الفرص، ومن التأخّر عن الآخرين، وليس القلق من خسارة المال. وجرى تبني ابتكارات استثمارية جديدة غير مجرّبة ومرتعة المخاطر، بالاستناد إلى فرضيات مهتزة غير مثبتة. وأعطيت النماذج الغامضة و«الصاديق السوءاء» وزناً لا تستحقه، وكذلك الهندسة المالية و«الصاديق الكمية»، بالإضافة إلى سجلّات الأداء المتجمّعة خلال فترات الرخاء. وراح الاستثمار بأموال مقترضة، يتراكم فوق استثمار بأموال مقترضة.

ما كان أحد تقريباً يعرف على وجه التحديد العواقب التي ستأتي، ولكن كان امتلاك المرء حسّاً بأننا مندفعون نحو الهاوية. صحيح أنّه يوجد مزالق محدّدة كانت عصيّة على الرصد والتحديد، ما يعني أن تجنّبها لم يكن ممكناً، لكنّ الوقت كان مثاليّاً لتمييز الكثير من المزالق الواضحة، واعتماد وضعيات أكثر دفاعية. كان عدم فعل ذلك أكبر الأخطاء في فترة الأزمة. ماذا يستطيع المستثمر أن يفعل قبل الأزمة؟ تكمن الإجابة فيما يأتي:

- الانتباه إلى سلوك المستثمرين الآخرين، المتسم بالتهوّر وانعدام الحذر.
- الاستعداد نفسياً لمرحلة الهبوط.
- بيع الأصول، أو بيع الأصول الأكثر ميلاً إلى المخاطر على أقلّ تقدير.
- تقليل الاعتماد على الإئتمان.
- جمع النقد السائل (وإعادة النقد إلى العملاء، إذا كان المرء يستثمر أموال أشخاص آخرين).

• التوجّه العام للمحافظ الاستثمارية، باتّجاه حالة أكثر دفاعية من ذي قبل. يمكن لأي إجراء من هذه الإجراءات أن يساعد المستثمر. وعلى الرغم من أنّ شيئاً لم يؤدّ على الوجه الصحيح في انهيار عام 2008م، فقد كان ممكناً لمن توخّى الحذر، أن يخسر أقل ممّا

خسره الآخرون، وأن يقلل «الألم». صحيح أن تجنب الانحدار تجنباً تاماً كان شيئاً مستحيلًا، إلا أن أداءً أفضل نسبيًا (على صورة خسائر أقل) كان كافيًا للسماح للمرء، بأداء أفضل من أداء الآخرين في فترة الهبوط، ثم بتحقيق فوائد كبرى عندما تعود السوق إلى الصعود.

كانت الأزمة مليئة بالمزالق المحتملة: أولاً، إمكانيات الاستسلام والخسارة، ثم إمكانيات التوقع والخروج من السوق. في الفترات التي تتسم نسبيًا بانعدام الخسائر، يميل الناس إلى التفكير في المخاطر بصفاتها منحصرة في عدم الاستقرار فحسب. وهذا ما يجعلهم مقتنعين بأنهم «يستطيعون تحمّل الأمر». لو كان هذا صحيحًا، لعانوا من انخفاض الأسعار، ولزادوا استثمارهم في الأصول الرخيصة؛ ليستمتعوا بالفوز في فترة الانتعاش، وليتقدّموا على الآخرين على المدى البعيد. لكن، إذا كانت قد جرت المبالغة في تقدير قيمة القدرة على تحمّل التقلّبات، والمحافظة على رباطة الجأش - هذا ما حصل فعلاً - فمن شأن ذلك الخطأ أن يظهر إلى الضوء، عندما تبلغ السوق نقطة الحضيض. يمكن لفقدان الثقة ورباطة الجأش، أن يجعل المستثمرين يبيعون عند النقطة الدنيا فتحوّل «التقلّبات الهابطة» إلى خسائر دائمة، تمنعهم من المشاركة الكاملة في مرحلة التعافي التي ستأتي. هذا هو الخطأ الأكبر في مجال الاستثمار - الوجه الأتسحظًا من أوجه السلوك المسابير للدورات - وهذا بسبب الأداء السيئ، ويميل الأمر كله إلى إلحاق تأثيرات سلبية في أجزاء كبيرة من المحافظة الاستثمارية.

وبما أن السلوك الذي يحاول عدم محاكاة الدورات كان عنصرًا أساسيًا في تجنب الآثار الكاملة للأزمة الأخيرة؛ فإن السلوك الذي يحاكي الدورة، أظهر أكبر قدر من المزالق المحتملة. كان المستثمرون الذين واصلوا الاندفاع مع ارتفاع السوق (أو أضافوا استثمارات مندفعة جديدة)، هم الأقل استعدادًا لحالة الهبوط وما يليها من تعافٍ وصعود.

- كان لحالات الهبوط أكبر أثر نفسي.
- أدت المطالبات بالسداد، وحالات مصادرة الضمانات، إلى إلحاق أضرار كبيرة بالأدوات الاستثمارية المعتمدة على الاقتراض.
- اقتضت المقتنيات المضطربة، إجراءات علاجية سيطرت على أداء المديرين.
- كالمعتاد، أدى فقدان الثقة إلى منع الكثيرين من فعل الأمر الصحيح في الوقت الصحيح. وعلى الرغم من صحّة أنك لا تستطيع الاعتماد تمامًا على الأداء المتفوّق النسبي، فإن الطبيعة البشرية تجعل المستثمرين الدفاعيين وعملاءهم أقل تضررًا؛ لأنهم قادرين على بناء وضع مريح خلال هبوط السوق، بصفتهم يخسرون أقل ممّا يخسر الآخرون. إن لهذا أثرين في غاية الأهمية:

أولاً: يتيح لهم الاحتفاظ برباطة الجأش ومقاومة الضغوط النفسية التي تؤدي غالباً إلى جعل الناس يبيعون عند نقطة الحضيض.

ثانياً: يجعلهم في وضع ذهني وشروط مالية أفضل، تسمح لهم بالاستفادة من «المذبحة» عن طريق الشراء بأسعار منخفضة. وهكذا فإنهم يقدمون أداء أفضل في فترات التعافي.

هذا بالتأكيد ما حدث خلال السنوات القليلة الماضية. كانت سوق الإثتمان قد أصيبت بضربة قاسية على نحو خاص عامي (2007 - 2008) م، لأنها كانت نقطة تركيز «الابتكارات غير المجربة» وقبول المخاطر واستخدام المال المقترض لتمويل الاستثمارات. وبصورة توافق ذلك، كانت مكاسبها في عام 2009م، هي الأفضل خلال تاريخها ككل. لقد كانت القدرة على عدم الوقوع ضحية حالات الانحدار والتهايوي، ثم الشراء بأسعار منخفضة، صيغة عظيمة للنجاح - النسبي خاصة - لكنها كانت تقتضي تجنّب المزالق قبل كل شيء آخر.



إنّ وصفة الخطأ وصفة بسيطة، لكنها تظهر عبر عدد غير متناهٍ من الأشكال - أكثر بكثير من أن يستطيع أحد تعدادها - وهذه هي المكونات المعتادة لها:

- تقدير غير صائب للقيمة؛ بسبب أخطاء البيانات أو الحسابات، في أثناء العملية التحليلية.
- سوء تقدير اتّساع مجال الاحتمالات وعواقبها.
- زيادة كبرى في الجشع والخوف والحسد، والنزعة الذاتية، ورفض التشكّك، والانصياع إلى السوق، أو أي مزيج من هذه الأمور كلها.
- إفراط في قبول المخاطر، أو في تجنّبها.
- مسافة بعيدة بين الأسعار والقيمة الفعلية.
- فشل المستثمرين في ملاحظة هذا الابتعاد، بل وإسهامهم في زيادته أيضاً.

أمّا مفكّرو المستوى الثاني المتّسمون بالحرص، فهم يلاحظون أخطاء التحليل ويلاحظون فشل المستثمرين الآخرين في الإقدام على التصرّف المناسب. وهم يرصدون الأصول المبالغ في تسعيرها أو المسعّرة بأقل من قيمتها ضمن إطار السوق «شديدة الحرارة» أو «شديدة البرودة». وهم أيضاً يرسمون لأنفسهم طريق تجنّب الأخطاء التي يقع فيها الآخرون، ثمّ يستفيدون من تلك

الأخطاء. إنَّ خلاصة الخطأ الاستثماري سهلة التحديد: أسعار مختلفة عن القيمة الحقيقية. وأمَّا رصد هذه الحالة والتصرف بناء على ذلك الرصد، فهو أمر أقل بساطة.

الشيء الساحر الذي يحمل تحديًا حقيقيًا، هو أنَّ الخطأ لا يبقى على حال واحدة. تكون الأسعار أحيانًا مفرطة الارتفاع وتكون مفرطة الانخفاض في أحيان أخرى. وابتعاد السعر عن القيمة يصيب أسهمًا أو استثمارات أو أصولاً بعينها في بعض الأوقات، ويصيب أسواقًا كاملة في أوقات أخرى؛ يصيب هذه السوق مرّةً ويصيب غيرها مرّةً أخرى. ويكمن الخطأ أحيانًا في فعل أمر ما، ثم نراه في أحيانٍ أخرى كامناً في الامتناع عن ذلك الفعل. نراه كامناً أحيانًا في فرط الاندفاع، ونراه كامناً في فرط التحقُّظ في أحيانٍ أخرى.

وبطبيعة الحال، فإنَّ أكثر الناس يمضون مع هذا الخطأ، وذلك لأنَّه لم يكن ليوجد أصلاً، لولا «انصياهم» هذا. إنَّ التصرف والتحرُّك في الاتجاه المخالف، يتطلَّب اعتماد وضع يخالف حالة السوق، مع ما يرافق ذلك من إحساس بالوحدة وبأن المرء قد يكون مخطئاً، وهو إحساس يمكن أن يستمر زمنًا طويلاً.

وأما في ما يخصُّ بقية المهمّات التي أناقشها في هذا الكتاب، فإنَّ تجنُّب المزالق، وتحديد الأخطاء، والتصرف للاستفادة منها، ليست بالقواعد المحدّدة أو الصيغ الرياضية أو الخرائط الواضحة. ما أدعو إليه هو حسن الإدراك، والمرونة، وقابلية التكيف، وكذلك التركيبة الذهنية التي ينصبُّ تركيزها على رصد العلامات التي تقدّمها البيئة الاستثمارية.

توجد طريقة لتحسين النتائج الاستثمارية - طريقة نبذل جهدنا في شركة (أو كترى) لتطبيقها، ألا وهي التفكير في ما يمكن «لخطأ اليوم» أن يكون، ثم محاولة تجنُّب الوقوع فيه.

تأتي أوقات في عالم الاستثمار يكون فيها الخطأ المرجح متألِّفاً من:

- عدم الشراء.
- عدم شراء ما يكفي.
- عدم تقديم عرض إضافي في المزداد.
- الاحتفاظ بنقد سائل أكثر ممّا يجب.
- عدم الاستخدام الكافي للائتمان.
- عدم قبول مخاطر كافية.

لا أعتقد أنّ هذا يصف الحالة في عام 2004م. لم أسمع أبداً شخصاً ينتظر إجراء عملية قلبية يقول متذمّراً: «أتمنى لو أنّني ذهبت إلى المكتب أكثر ممّا فعلت». وبصورة ماثلة، لا أظنّ أنّ أحدًا خلال السنوات العشرين القادمة سينظر إلى الخلف، ويقول: «أتمنى لو أنّني استثمرت أكثر في عام 2004م». أظنّ أنّه سيبتينّ لنا أنّ خطأ هذه السنة كان:

- الإفراط في الشراء.
- الإفراط في الروح الهجومية خلال الشراء.
- الإكثار من تقديم العروض.
- الإفراط في استخدام الائتمان.
- تحمّل مخاطر كبيرة بحثًا عن عائدات متفوّقة.

تأتي أوقات نرى فيها أنّ أخطاء الاستثمار تتكوّن من التقاعس أو الإهمال؛ الأمور التي كان عليك أن تفعلها لكنّك لم تفعلها. وأظنّ اليوم أنّ الأخطاء هي من باب الإهمال أيضًا على الأرجح؛ الأمور التي ما كان عليك أن تفعلها لكنّك فعلتها. يوجد وقت للروح الهجومية، أمّا الآن فأعتقد أنّ الوقت يدعونا إلى توخّي الحذر.

«المخاطر والعائدات اليوم» 27 أكتوبر، 2004م  
 “Risk and Return Today,” October 27, 2004

وأخيرًا، فمن الأهمّية بمكان، أن نتذكّر دائمًا أنّه بالإضافة إلى الأوقات التي يكون فيها الخطأ ناجمًا عن الاندفاع (الشراء مثلاً)، والأوقات التي يكون الخطأ فيها ناجمًا عن الإهمال (عدم الشراء)، فتوجد أوقات لا وجود فيها لإخطاء واضحة جلية. عندما تكون نفسية المستثمرين في حالة توازن، وعندما يتعادل الجشع والخوف، تكون أسعار الأصول عادلة بالقياس إلى قيمتها، على الأرجح. قد لا توجد «أفعال مغرية» في تلك الحالة، ومن المهم أن ندرك ذلك أيضًا. عندما لا يتوافر أمر «ذكي» على نحو خاص يمكن القيام به، فإنّ «المزلق» المحتمل يكمن في إصرار المرء على إظهار الذكاء.