

ضمن

قائمة نيويورك تايمز

لأكثر الكتب مبيعا

باع أكثر من

١,٠٠٠,٠٠٠ نسخة



@2Q8

طريقة

وارن بافيت

طبعة جديدة

روبرت جي. هاجستروم

التصدير بقلم هاوارد ماركس، وبيل ميلر، وبيتر إس. لينش
المقدمة بقلم كينيث إل. فيشر

يمكنك تطبيق أساليب بافيت على الموقع
thewarrenbuffettway.com

مكتبة جرير
JARIR BOOKSTORE
...not just a bookstore

قال تعالى:

{اقْرَأْ بِاسْمِ رَبِّكَ الَّذِي خَلَقَ خَلَقَ الْإِنْسَانَ مِنْ عَلَقٍ اقْرَأْ
وَرَبُّكَ الْأَكْرَمُ الَّذِي عَلَّمَ بِالْقَلَمِ عَلَّمَ الْإِنْسَانَ مَا لَمْ يَعْلَمْ}

العلق: 1-5

مكتبة الكندل العربية

هذا الكتاب رسالة احتجاج للناشر على عدم توفيره الكتب في متجر امازون كندل.

https://t.me/knowledge_transfer

همسة للقارئ/القارئة

إذا اعجبك أي كتاب قراءته اشتره سواء نسخة الكترونية
او رقمية دعماً للمؤلف والناشر.

الغلاف الامامي

طريقة وارن بافيت

طبعة جديدة

روبرت جي. هاجستروم

لتتعرف على فروصنا

نرجو زيارة موقعنا على الإنترنت www.jarir.com

للمزيد من المعلومات الرجاء مراسلتنا على: jbpublications@jarirbookstore.com

تحديد مسئولية / إخلاء مسئولية من أي ضمان

هذه ترجمة عربية لطبعة اللغة الإنجليزية. لقد بذلنا قصارى جهدنا في ترجمة هذا الكتاب، ولكن بسبب القيود المتأصلة في طبيعة الترجمة، والنتيجة عن تعقيدات اللغة، واحتمال وجود عدد من الترجمات والتفسيرات المختلفة لكلمات وعبارات معينة، فإننا نعلن وبكل وضوح أننا لا نتحمل أي مسئولية ونُخلى مسئوليتنا بخصوصية عن أي ضمانات ضمنية متعلقة بملاءمة الكتاب لأغراض شرائه العادية أو ملاءمته لغرض معين. كما أننا لن نتحمل أي مسئولية عن أي خسائر هي الأرباح أو أي خسائر تجارية أخرى. بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر، الخسائر العرضية، أو المترتبة، أو غيرها من الخسائر.

الطبعة الأولى ٢٠١٨

حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع محفوظة لمكتبة جرير

ARABIC edition published by JARIR BOOKSTORE.
Copyright © 2018. All rights reserved.

لا يجوز إعادة إنتاج أو تخزين هذا الكتاب أو أي جزء منه بأي نظام لتخزين المعلومات أو استرجاعها أو نقله بأية وسيلة إلكترونية أو آلية أو من خلال التصوير أو التسجيل أو أية وسيلة أخرى .

إن المسح الضوئي أو التحميل أو التوزيع لهذا الكتاب من خلال الإنترنت أو أية وسيلة أخرى بدون موافقة صريحة من الناشر هو عمل غير قانوني، وجاء شراء النسخ الإلكترونية المعتمدة فقط لهذا العمل، وعدم المشاركة في قرصنة المواد المحمية بموجب حقوق النشر والتأليف سواءً بوسيلة إلكترونية أو بأية وسيلة أخرى أو انتزاع على ذلك، ونحن نقدر دعمك لحقوق المؤلفين والناشرين.

وجاء عدم المشاركة في سرقة المواد المحمية بموجب حقوق النشر والتأليف أو التشجيع على ذلك، نقدر دعمك لحقوق المؤلفين والناشرين.

THE
**WARREN
BUFFETT**
WAY

THIRD EDITION

ROBERT G. HAGSTROM

الاعلقة الءاءللة

واجه وارن بافيت طوال حياته المهنية التي امتدت على مدار أكثر من ستة عقود تحديات لا تحصى، واستطاع الوصول إلى تحقيق نجاح غير مسبوق. جذبت روحه المتواضعة والصادقة والمفكرة ملايين المستثمرين حول العالم، واستمرت في إثارة اهتمامه الكبير في طريقة إدارة عمله. لهذا السبب عاد روبرت هاجستروم بالطبعة الثالثة من هذا الكتاب.

بالرغم من غزارة المعلومات المتاحة للمستثمرين اليوم، لا يزال العديد منهم يكافح من أجل تحقيق الربح. ولكن بعيدا عن جنون السوق تسمو أفكار وخبرة وارن بافيت. يوضح هاجستروم في هذه الطبعة الأخيرة من هذا الكتاب فلسفة «حكيم أوماها» في الاستثمار، وفي الوقت نفسه يكشف عن طريقة دمج منهجه الفعال في أهدافك.

يفتح الكتاب بإلقاء نظرة مثيرة على تاريخ بافيت الشخصي والمهني، وينتقل الكتاب الذي ظهر في موعده الملائم بسرعة إلى تقديم الشخصيات - بداية من بينجامين جراهام وفيليب فيشر وحتى تشارلي مانجر- التي أثرت في طريقة رؤية بافيت للاستثمار.

ويبدأ هاجستروم من هذه النقطة في تفصيل منهجية بافيت، ويفند الأسباب وراء أن ما يفعله بافيت «ليس صعبا على أي شخص تحقيقه». وستعتاد منهج بافيت المؤكد في اختيار الأسهم وكذلك بيع الشركات - حيث يتبع في كل منهما نمطا مماثلا يعتمد على معتقدات خالدة مرتبة على هيئة اثني عشر مبدأ. وستكتشف مباشرة طريقة تطبيق هذه المبادئ على العديد من صفقات شركة بيركشاير هاثاواي، وتتضمن صفقات الشراء التقليدي لشركة كوكاكولا والصفقات الأخيرة التي تتضمن شركات أي بي إم وهاينز. وبعد معرفة طريقة اتخاذ القرارات العقلانية حيال اختيار الأسهم لشرائها، يوضح هاجستروم لك طريقة الجمع بين كل هذا من خلال شرح سبب اعتقاد بافيت أن الاستثمار المركز يسهل بشكل كبير من مهمة إدارة

{تابع المحاكمات الأمامي}

الاستثمار. وعلى مدار هذا الكتاب، ستكتسب أفكارًا رئيسية عن الصعوبات النفسية لإدارة استثمار وارن بافيت بالإضافة إلى أهمية الصبر في الاستثمار طويل المدى.

ويرافق هذا الكتاب موقع على الإنترنت thewarrenbuffettway.com يحتوي على أداة تقييم يستخدمها بافيت في تحليل الأسهم، ومنتدى اجتماعي، وغيره الكثير. يقدم هذا المصدر الجذاب مجموعة من المعلومات ستساعدك على تطبيق منهج بافيت.

يمتد مسار وارن بافيت المهني على مدار ستين عامًا تقريبًا من الإدارة الناجحة للأموال. إن دمج مبادئه في طريقة تفكيرك واعتماد قرارات استثمارك عليها قد لا يدر عليك المياريات، ولكن سيضعك في موقع أفضل من أجل تحسين إجمالي ربح استثمارك مع مرور الوقت.

روبرت جي. هاجستروم هو أحد أفضل مؤلفي كتب الاستثمار الملائمة للقارئ غير المتخصص. ألف تسعة كتب تتضمن كتبًا ضمن قائمة نيويورك تايمز للكتب الأكثر مبيعًا "*The Warren Buffet Way*"، و"*The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy*". كما ألف كتب "*The NASCAR Way: The Business That Drives the Sport*"، و"*The Detective and the Investor: uncovering Investment Techniques from the Legendary sleuths*"، و"*The Last Liberal*". تخرج روبرت في جامعة فيلانوفا وحصل على شهادة البكالوريوس والماجستير فيها، وهو محلل مالي معتمد. ويعيش مع عائلته في فيلانوفا بولاية بنسلفانيا. تفضل بزيارة موقع روبرت على الإنترنت www.RobertHagstrom.com.

تصدير: الاستثناء

ما العامل الذي يقف وراء النجاح الاستثنائي الذي حققه " وارن بافيت " في عالم الاستثمار؟
يعد هذا السؤال أحد الأسئلة التي كثيراً ما تُطرح عليّ، كما أنه السؤال

الذي أسعى إلى أن أصل إلى إجابة له في هذا التصدير.

فعندما كنت أدرس في جامعة شيكاغو للحصول على شهادة ماجستير في إدارة الأعمال في
أواخر الستينيات من القرن العشرين، تعرضت لنظرية جديدة في

المالية، كانت قد صيغت في أغلبها خلال السنوات القليلة السابقة على تلك الفترة. وكانت
هذه النظرية هي فرضية كفاءة السوق، وكانت تمثل أحد أهم مكونات

فكر " مدرسة شيكاغو " للاقتصاد. ووفقاً لهذه الفرضية، فإن مجموع الجهود المتضافرة
لملايين المستثمرين الأذكياء وذوي الحافز، والموضوعيين، وحسني الاطلاع

يؤدي إلى أن تنعكس المعلومات فورياً على أسعار السوق؛ بحيث تحقق الأصول عوائد
عادلة معدلة في ضوء المخاطر، لا أكثر ولا أقل؛ فلا يمكن أن تكون الأسعار

على درجة كبيرة من الانخفاض أو الارتفاع بما يجعل من الممكن استغلالها، ومن ثم لن
يكون أي مستثمر قادراً باستمرار على أن يحدد فرصاً لاستغلال ظروف

السوق وتحقيق الأرباح. وهذه هي الفرضية التي أسهمت في رواج الرأي الأشهر لدى "
مدرسة شيكاغو"، وهو: لا يمكنك أن تتفوق على السوق.

وتمثل فرضية كفاءة السوق الأساس الفكري لتلك الخلاصة، وهناك الكثير من البيانات
التجريبية التي توضح أنه مع كل الجهود التي يبذلها المستثمرون، فإن

غالبيتهم لا يستطيعون أن يتفوقوا على السوق، وهذه حجة قوية، تبرر عدم القدرة على
تحقيق أداء أعلى من أداء السوق.

ولا يتعلق الأمر بأنه لا يوجد مستثمرون يستطيعون التفوق على السوق؛ فبين فترة

وأخرى، يستطيع بعض المستثمرين أن يتفوقوا على السوق، تمامًا كما يحقق

العديد من المستثمرين أداءً أقل من أداء السوق، وهو ما يعني أن السوق الكفاء ليست بهذه القوة بحيث تجعل من المستحيل على عوائد المستثمرين الفرديين أن

تأخذ مسارًا متباينًا عن متوسط عوائد السوق، بل فقط قد تم تأكيد أنه لا يوجد مستثمر يستطيع أن يحقق ذلك بقدر كافٍ، وعلى نحو ثابت؛ لدحض فرضية

كفاءة السوق الكفاء، ولكن كما هي الحال في أغلب جوانب النشاط الإنساني، هناك استثناءات، ولكنَّ عوائدهم المرتفعة توصف بأنها تحققت انطلاقًا من تقييمات

عشوائية، ومن ثم فهي وقتية. وعندما كبرت، كانت هناك مقولة تنص على أنه: "إذا وضعت ما يكفي من قرود الشمبانزي في حجرة مع آلات كاتبة، فسوف يكتب

أحدها في النهاية قصيدة لشكسبير"؛ وهذا يعني أنه في وجود العشوائية، يمكن أن يحدث أي شيء بين فترة وأخرى، ولكن كما دأبت أمي على أن تقول: "إن

الاستثناء هو ما يؤكد القاعدة"؛ فأية قاعدة عامة لا تسري بنسبة ١٠٠٪، ولكن حقيقة أن الاستثناءات شديدة الندرة تبرهن على صدق القاعدة. وفي كل يوم، يثبت

ملايين المستثمرين - ما بين هواة ومحترفين على حد سواء - أنه لا يمكنك أن تتفوق على السوق.

وبعد ذلك، يأتي " وارن بافيت".

يتمتع " وارن بافيت" وعدد قليل من المستثمرين الأسطوريين - من بينهم " بن جراهام" و" بيتر لينش" و" ستان دراكنميلر" و" جورج سوروس" و" جوليان

روبرتسون"- بسجلات أداء تتحدى فرضية مدرسة شيكاغو. باختصار، لقد حققوا أداء أعلى من أداء السوق بتحقيق هوامش أرباح مرتفعة بما يكفي نوعًا ما،

وعلى مدار فترات زمنية طويلة نوعًا ما، ومبالغ مالية ضخمة نوعًا ما؛ ما يكفي لدفع

مناصري فرضية كفاءة السوق إلى أن يتبنوا موقفًا دفاعيًا. وتشير سجلات

أدائهم إلى أن المستثمرين الاستثنائيين يستطيعون أن يتفوقوا على السوق بالمهارة وليس بالمصادفة.

وفي حالة " وارن بافيت " بشكل خاص، من الصعب أن تقدم دليلاً على أن أداءه تحقق بالمصادفة؛ فعلى حائط مكتبه وضع عبارة كتبها هو تقول إنه أسس شركة

بافيت بارتز شيب عام ١٩٥٦ برأس مال ١٠٥ آلاف دولار. ومن ذلك الحين، جذب رأس مال إضافيًا، وحقق عوائد من رأس المال الإضافي هذا، بلغت أن شركة بيركشاير

هاثاواي لديها إجمالي استثمارات بقيمة ١٤٣ مليار دولار مع قيمة صافية تبلغ ٢٠٢ مليار دولار. وقد تفوق " وارن بافيت " تفوقًا هائلًا على مؤشرات الأسهم سنوات

عديدة، وفي أثناء ذلك، صار ثاني أثري رجل في الولايات المتحدة، ولكن هذا الإنجاز لم يتحقق، لأنه ينحدر من سلالة ثرية تمتلك العديد من الأصول العقارية، أو

من خلال اختراع تكنولوجيا فريد من نوعه، كما هي الحال مع العديد من المذكورين على قوائم مجلة فوربس للأثرياء؛ فقد جاء ثمره للعمل الشاق والمهارة في

الأسواق الاستثمارية المفتوحة أمام الجميع.

فما العامل المسئول عن الإنجاز الفريد الذي حققه " وارن بافيت "؟ في رأيي إن ما يلي يمثل النقاط الرئيسية: • إنه شديد الذكاء . من بين العديد من العبارات الطريفة التي قالها " وارن " هي: "إذا كان لديك معدل ذكاء يساوي ١٦٠ نقطة، فبع ٣٠ نقطة من هذه النقاط؛ لأنك

لست محتاجًا إليها". وكما أوضح " مالكوم جلاذويل " في كتابه المتميزون 1 ، ليس عليك أن تكون عبقرياً لتحقيق النجاحات الرائعة، ولكن كل ما عليك هو أن

تتمتع بقدر كافٍ من الذكاء. وبالإضافة إلى ذلك، لا يضيف الذكاء التراكمي بالضرورة إلى

الفرص المتاحة أمامك. وفي الواقع، يتسم بعض الناس بالذكاء الشديد،

لدرجة أنهم لا يستطيعون أن يتخلوا عن طرقهم التقليدية، أو يجدوا الطريق نحو النجاح (والسعادة) على أرض الواقع. ولا يكفي معدل الذكاء المرتفع؛ ليصبح

صاحبه مستثمرًا رائعًا، ولو كان الأمر كذلك، لكان أساتذة الجامعات على الأرجح هم الأكثر ثراءً في الولايات المتحدة. ومن المهم أيضًا أن يكون المرء تجاري التوجه،

ويتمتع ب"الحدق" و"سعة الحيلة".

ويراودني شك في أن معدل ذكاء "وارن" لا يتجاوز الـ ١٣٠ نقطة في أفضل الأحوال ... كما أنه لم يبذل أي جهد في التخلص من تلك النقاط الإضافية "غير الجوهرية".

وتعد قدرته على النفاذ إلى جوهر السؤال، والخروج منه باستنتاج مبني على أسس سليمة، والالتزام بهذا الاستنتاج حتى عندما تسير الأمور في البداية في غير

مصلحته، هي العناصر الأساسية لما هو عليه، وما أنجزه. باختصار، إنه يتمتع بعقلية شديدة التحليلية.

كذلك هو سريع بشكل لا يُصدَّق؛ حيث لا يتطلب الأمر منه أسابيع أو أشهرًا للوصول إلى استنتاج ما، كما أنه لا يحتاج إلى كوادرن من المحللين يقدمون إليه الأرقام

عن أحوال السوق؛ حيث لا يشعر بأنه محتاج إلى أن يعرف كل البيانات ويدرسها، ولكن البيانات ذات الأهمية فقط، وهو يتمتع بقدرة رائعة على تحديد أي منها

كذلك.

• يسترشد بفلسفة عامة. يعتقد الكثير من المستثمرين أنهم يتمتعون بما يكفي من الذكاء لكي يتقنوا أي شيء، أو على الأقل ليتصرفوا باعتبارهم كذلك. وعلاوة

على ذلك، يؤمنون بأن العالم يتغير باستمرار، وأنك يجب أن تكون انتقائيًا، وتغير من منهجيتك لتتكيف مع التغيرات، وتسابق الآخرين لتواكب أحدث التطورات،

ولكن المشكلة في هذه العقلية هي أنه لا أحد يستطيع أن يعرف كل شيء، وكذلك من الصعب أن تعمل باستمرار على إعادة صياغة أدواتك، وتعلم حيل جديدة، وتؤدي هذه العقلية في النهاية إلى منع تطوير أية خبرة متخصصة، أو أساليب مختصرة مفيدة للعمل.

ولكن، على الجانب الآخر، فإن "وارن" يعرف ما يحتاج إلى أن يعرفه، ويلتزم بالأشياء التي يعرفها جيدًا، ويترك ما تبقى للآخرين. وهذا الأمر جوهري؛ لأنه كما

قال "مارك توين": "ليس ما لا تعرفه هو ما يوقعك في المشكلات، ولكن ما تكون متيقنًا بأنك تعرفه، ولكنك في واقع الأمر لست كذلك". ولا يستثمر "وارن" إلا في

المجالات التي يفهم فيها، ويشعر بالراحة في العمل فيها؛ حيث يوجه تركيزه في العمل إلى مجالات غير مثيرة إلى حد ما، بينما يتجنب على سبيل المثال شركات

التكنولوجيا المتقدمة. ويشتهر كذلك بأنه يترك المجالات التي تخرج عن نطاق فلسفته وقدرته على المعرفة. والجانب المهم في هذه النقطة هو أنه يستطيع أن يتعايش

مع إمكانية أن تعود المجالات التي يتركها دون أن يستثمر فيها بالربح على آخرين، بينما يقف هو يشاهدهم وهم يحققون ذلك (أغلب الناس لا يطيقون أن يحدث هذا).

• يتمتع بالمرونة الذهنية . فإن كان من المهم أن تكون لديك فلسفة مرشدة، فإن هذه الحقيقة لا تعني أنه من الجيد ألا تتغير أبدًا؛ فمن الممكن أن يكون من

المرغوب فيه أن تتكيف مع ظروف حادة التغيير، كذلك من الممكن أن تقابل فلسفة أفضل من التي تتبناها، وتكمن الفكرة الأساسية في معرفة متى تتغير، ومتى

تتمسك بأفكارك.

وقد تبني " وارن بافيت" في الفترات الأولى من مسيرته الاستثمارية منهجية معلمه الرائع

" بن جراهام"، وهي المنهجية التي يُطلق عليها " القيمة العميقة"، وفيها

يتم شراء الشركات ذات الأداء الضعيف، عندما تعرض للبيع بأسعار زهيدة، خاصة عندما تكون الشركات قد تم شراؤها بسعر أقل من قيمتها النقدية الصافية.

وتوصف هذه المنهجية في بعض الأحيان بأنها منهجية "التقاط أعقاب السجائر"، ولكنه بعد فترة، وبإلحاح من شريكه " تشارلي مانجر" تحوّل إلى التركيز على

الشركات مرتفعة الجودة التي تتمتع ب"خنادق" حماية وقدرة تسعيرية، وتقودها شخصيات بارزة، وتباع بأسعار معقولة (وليس من الضروري بأسعار زهيدة).

ومن السمات التي استمرت فترة طويلة في منهجية "وارن" أنه كان يتجنب الشركات القائمة على كثافة رأس المال، ولكنه استطاع أن يتغلب على ذلك الميل،

واشترى شركة سكك حديد برلنجتون نورذرن سانتا، واستغل عدم استقرارها الاقتصادي الناجم عن الانهيار المالي في عام ٢٠٠٨، والنظرة المستقبلية التي تقول إن

الطلب سيتزايد على النقل بالسكك الحديدية.

ومن شأن الفلسفة أن تقدم إليك الإرشاد والتوجيه، لا أن تقودك إلى الجمود، ويعد هذا معضلة يصعب التغلب عليها، مثله مثل الكثير من الأمور في عالم

الاستثمار. ولا يفر " وارن بافيت" من مواجهة التحديات، ولا يتغير مع كل موجة جديدة، ولا يدع تفكيره يتصلب.

• ليس انفعاليًا . ترتبط العديد من العقبات التي تعترض طريق النجاح الاستثماري بالانفعالات الإنسانية، والسبب الرئيسي لفشل فرضية كفاءة السوق أن

المستثمرين نادرًا ما يلبون معايير الموضوعية، فأغلبهم يصاب بالطمع والثقة والسعادة الغامرة عندما ترتفع الأسعار؛ ما يدفعهم إلى الإقبال أكثر على الأسهم

الرابحة لديهم؛ فيشترون منها المزيد؛ بدلًا من أن يبيعوا ما لديهم منها ليجنوا الأرباح،

ويصابون كذلك بالإحباط والخوف عندما تنخفض الأسعار؛ ما يدفعهم

إلى بيع الأصول بأسعار التصفية، ومن ثم يمنعهم ذلك من الشراء. وربما يحدث الأسوأ، ويتكون لديهم الميل الرهيب للحكم على ما فعلوا انطلاقاً من الكيفية

التي يستثمر بها الآخرون، ويتركون حسدهم الآخرين على ما حققوه من نجاح يقودهم إلى الإقدام على مخاطر إضافية ومبررهم البسيط هو أن الآخرين فعلوا

ذلك. والحسد يكفي لأن يدفع المرء إلى السير وراء القطيع، حتى لو كان ذلك القطيع يسير نحو استثمار لا يعرف المرء عنه شيئاً.

ويبدو "وارن" كأنه محصن تماماً ضد هذه المؤثرات الانفعالية؛ فلا يفرط في السرور عندما تسير الأمور على ما يرام، ولا يصاب بالإحباط، إذا حدث العكس. وفيما

يتعلق بأدائه، فإنه هو من يحدد النجاح لنفسه لا الجماهير، ولا الإعلام، وكذلك لا يهتم بما إذا كان الآخرون يرون أنه على حق، وما إذا كانت قراراته الاستثمارية

سرعان ما يتبين أنها كانت صائبة (وُصِف في عام ٢٠٠٠ بأن "قدراته شاخت"؛ لأنه أخفق في توقع نمو أسهم التكنولوجيا، التي انتهت بها الحال إلى أن أصبحت "

فقاعة التكنولوجيا"، ولكنه لم يغير موقفه)؛ فهو لا يهتم إلا بما يراه هو (ويراه "تشارلي مانجر") ... وما إذا كان المساهمون في شركاته يربحون.

• يتبنى توجهاً معارضاً، ولا يلتزم بالأعراف . بينما يرى المستثمر التقليدي أنه يجب أن يتبع القطيع، على الرغم من قابلية وقوع القطيع في الأخطاء الناجمة عن

الانفعالات، يسير أفضل المستثمرين في الاتجاه المعاكس؛ فينفصلون عن القطيع في اللحظات الحساسة، ولكن لا يكفي أن تفعل عكس ما يفعل الآخرون؛ فعليك

أن تفهم ما يفعلون، والسبب في أن ما يفعلونه كان خطأً، وأن تعرف ما يجب أن تفعل بدلاً منه، وأن تكون لديك الجرأة لتتصرف بطريقة مغايرة (أي تتبنى

وتلتزم بما سماه " ديفيد سوينسين" من جامعة ييل ب"مواقف مخالفة غير مريحة"، مع القدرة على تحمل الظهور بمظهر المخطئ إلى أن ترسو السفينة، وتستقر

الأمر، ويظهر أنك على حق. وقد تبدو السمة الأخيرة هذه كأنها تستغرق دهرًا، وكما يقول القول المأثور: "يخلط الناس بين أن تكون سابقًا عصرًا كثيرًا، وأن

تكون مخطئًا". وإذا وضعت كل هذه العوامل معًا، عندها سوف يتضح لك أنه ليس سهلاً.

ومن الواضح أن "وارن" شديد القدرة على أن يتبنى سلوكًا مغايرًا، وفي الواقع، فإنه يستمتع بذلك. وذات مرة كتب لي قائلاً إنه رأى سندات تدر عوائد مرتفعة

للغاية، وتعتبرها السوق أثنى ما فيها من سندات تمامًا مثل الأزهار في الحديقة، ولكنه لم يستثمر فيها على الرغم من ذلك، ورآها بعد ذلك تنهار لتصبح بلا

قيمة تمامًا مثل أعشاب الحديقة، وقال معلقًا على ذلك: "لقد أحببت هذه السندات أكثر عندما كانت أعشابًا". والشخص ذو التوجه المعاكس يفضل أن يشتري

الأشياء، عندما لا تكون محل تفضيل، ويفعل "وارن" ذلك أكثر من غيره.

• يتبنى توجيهًا معاكسًا . ينطوي الاستثمار على التعامل مع المستقبل، ولكن مع ذلك يؤمن الكثير من المستثمرين بأنهم لا يستطيعون أن يتوقعوا ما يخبئه

المستقبل بصورة عامة، فيما يتعلق بالتطورات الاقتصادية، وأسعار الفائدة، وتقلبات السوق. فإذا لم نستطع أن نتميز في الشيء الذي يريد أغلب الناس أن

يعتمدوا عليه، فماذا يمكننا أن نفعل؟ في رأيي، هناك الكثير من المكاسب الرائعة يمكن جنيها من خلال تبني توجه معاكس.

ومن السهل وجدائيًا أن تستثمر، عندما يكون الاقتصاد آخذًا في التحسن، والشركات تحقق مكاسب مرتفعة، وأسعار الأصول في ارتفاع، والمخاطر التي تقدم عليها

تؤتي ثمارها؛ فليس في كل هذا ما يثير القلق، لكن شراء الأصول ذات القيمة المرتفعة لا يمثل الطريق الرئيسي نحو تحقيق النتائج الاستثمارية الباهرة؛ فعلى

العكس من ذلك، تتمثل أروع الصفقات الربحية في الشراء، عندما يكون وضع الاقتصاد والشركات في تدهور؛ فهذا هو المناخ الذي تكون فيه أسعار الأصول أقل من قيمتها الحقيقية، غير أن هذا ليس سهلاً أيضاً.

وقد أظهر "وارن" أكثر من مرة قدرته - بل تفضيله في واقع الأمر - على الاستثمار في أدنى نقطة من الدورة الاقتصادية؛ في تلك الفترات التي يكون فيها التفاؤل

عملة نادرة. ومن بين الأمثلة على ذلك استثماره مبلغ ٥ مليارات دولار في شراء ١٠٪ من الأسهم المبيعة بسعر التصفية لشركة جولدمان ساكس، ومثلها في شراء

نسبة مماثلة من الأسهم الممتازة لشركة جنرال إلكتريك، وذلك في أسوأ فترات الأزمة المالية عام ٢٠٠٨، وكذلك شراؤه شركة برلنجتون نورذرن ذات الوضع

الاقتصادي الحساس مقابل ٣٤ مليار دولار في عام ٢٠٠٩. وبالتأمل في هذه الصفقات الآن، سوف يتضح مدى حكمتها، ولكن كم عدد من استثمروا بهذه الشجاعة،

في وقت تفشت فيه المخاوف من انهيار اقتصادي؟

• لديه تركيز طويل المدى، ولا ينشغل بمستوى التقلب. طيلة ٤٥ عامًا قضيتها في عالم الأعمال، بات الأفق الزمني للمستثمرين أضيق فأضيق. وهذا على الأرجح

نتيجة الاهتمام الإعلامي المتزايد بنتائج الاستثمار (لم يكن هناك مثل هذا الاهتمام في الستينيات من القرن العشرين)، ولما يسببه ذلك من رغبة عارمة لدى

المستثمرين وعملائهم في الوصول إلى نتائج استثمارية جيدة، والسعي إلى تحقيق مكاسب سنوية عبر صناديق التحوط ذات الرسوم السنوية المحفزة، ولكن مثلما

يترك الآخرون التحيزات غير المنطقية تؤثر سلباً في أفكارهم وأفعالهم، يمكننا أن نستفيد

من تجنب تلك التحيزات. لذلك فإن الانشغال المفرط من جانب غالبية

المستثمرين بتحقيق الأرباح السنوية وربح السنوية يخلق فرص ربح أمام أولئك الذين يفكرون من منظور فترات أطول مدى.

ول "وارن بافيت" قول مشهور، وهو: "فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية مدتها إلى الأبد"، وأنه "يفضل الحصول على ١٥٪ من الأرباح السنوية التي تتحقق بصعوبة على

الحصول على ١٢٪ من الأرباح السنوية التي تتحقق بسهولة"، ويتيح له هذا التوجه أن يتبنى أفكارًا رائعة فترة طويلة من الوقت مع مراكمة المكاسب، والسماح

للأرباح بأن تتنامى بمنأى عن الضرائب، بدلاً من تعديل المحفظة المالية كل عام، ودفع ضرائب بمعدلات قصيرة المدى. كذلك يساعده هذا على تجنب التعرض لهزة

في فترات التقلب، ويسمح له بدلاً من ذلك بأن يستغل فترات التقلب هذه لمصلحته. وفي الواقع، فإن "وارن" بدلاً من أن يصر على السيولة، ويستغل القدرة على

الخروج من الاستثمارات، توضح أفعاله بشكل قاطع أنه يسعد بالدخول في استثمارات لا يكون في استطاعته أبداً أن يتخلص منها.

• لا يخشى من الاستثمار بشدة في أفضل ما لديه من أفكار . كثيراً ما لعب التنوع الاستثماري دوراً رئيسياً فيما يسمى بإدارة الاستثمار المأمون. وباختصار، يؤدي

التنوع الاستثماري إلى خفض احتمالية الخسائر الفردية (واحتمالية التعرض للمقاصة بسبب استثمار مبالغ مالية للعملاء في استثمارات خاسرة)، ولكن بينما

يؤدي ذلك التنوع الاستثماري إلى التخفيف من ألم الخسائر في عالم الاستثمار، يؤدي التنوع الاستثماري الشديد بالمثل إلى خفض المكاسب المحتملة من الأسهم

الرابحة.

وكما هي الحال في العديد من المجالات، يتبنى "وارن" رؤية متباينة بشأن التنوع ألا

وهي: "الإستراتيجية التي تبنيها تحول دون اتباعنا مبدأ التنوع المعياري, ومن ثم سيقول الكثير من الخبراء الناقدين إن هذه الإستراتيجية التي نتبعها لا بد أن تنطوي على مخاطرة أعلى من الإستراتيجية التي يتبعها المستثمرون الأكثر

تقليدية، ولكننا نؤمن بأن سياسة تركيز المحفظة المالية قد تؤدي إلى خفض المخاطر، إذا زاد - وينبغي أن يزيد - كل من القوة التي ينظر بها المستثمر إلى أحد

المشروعات، ومستوى الراحة التي يجب أن يشعر بها إزاء السمات الاقتصادية لهذا المشروع قبل أن يشتري أسهمًا فيه".

ويفهم "وارن" أن الأفكار الرائجة نادرة كذلك؛ ومن ثم فإنه يرفع من سقف معاييرها، ولا يستثمر إلا في الأفكار الرائجة، وعندما يلمح واحدة منها، يلقي بثقله

الاستثماري فيها؛ لذا فإنه يلتزم بشدة بالشركات والناس الذين يؤمن بهم؛ فهو لا يحتفظ بأصول لمجرد أن الآخرين يفعلون كذلك، ولا لأنه يشغل باله بما إذا

كان من الممكن أن تقدم أداءً جيدًا، إذا لم يشتريها، كذلك فإنه يرفض أن يتنوع استثماراته لتمتد إلى مجالات دون المستوى في نظره، فقط من أجل تخفيف حدة

الأخطاء؛ وهو ما يعني أنه كان يمارس ما يطلق عليه "عدم زيادة الأمور سوءًا". ومن الواضح أن كل هذه الأمور جوهرية، إذا أردت أن تكون أمامك فرصة لتحقيق

نتائج رائعة، ولكن هذا لا يمنع من أن هذه الأمور هي الاستثناء في إدارة المحافظ المالية لا القاعدة.

• لديه استعداد لأن يبقى خاملًا . مستثمرون كثيرون للغاية يتصرفون كأن لديهم دومًا شيئًا رائعًا ليفعلوه، أو ربما يعتقدون أنه من المحتم عليهم أن يعطوا

الانطباع بأنهم شديداً الذكاء لدرجة تكفي لأن يكونوا قادرين دومًا على إيجاد استثمار عظيم، ولكن فرص الاستثمار الرائجة استثنائية ... وهذا في حد ذاته يعني

أنها غير متاحة كل يوم.

ويشتهر "وارن" بأنه قادر على أن يكون خاملاً في فترات طويلة من الوقت، رافضاً صفقة تلو أخرى حتى تأتي الصفقة المناسبة، ويشتهر بتشبيهه نفسه بأحد ضاربي

البيسبول العظام، وهو "تيد ويليامز" الذي كان يقف في الدائرة المخصصة بمضربه على كتفه في انتظار الضربة المناسبة، وتشبه هذه الوقفة إصرار "وارن" على عقد

الصفقات الاستثمارية فقط عندما تكون واعدة، ومن يستطيع أن يزعم أن الصفقات الجيدة متاحة ومتوفرة، وأنها دوماً تمثل فرصاً استثمارية على القدر نفسه

من الربحية؟

• أخيراً، لا يشغل باله بفقدان وظيفته . لا يستطيع سوى عدد قليل للغاية من المستثمرين أن يأخذوا القرارات الاستثمارية التي يرون أنها صائبة؛ فالكثير من

المستثمرين يعانون قيوداً فيما يتعلق بقدرتهم على شراء أسهم غير نقدية، أو مثيرة للجدل، أو غير ملائمة، أو على بيع أصول ممتازة يكون "الكل" فيها على يقين

بأنها سوف تزداد قيمتها أكثر فأكثر، ويحصررون بدلاً من ذلك محافظهم المالية في نطاق ما لديهم من أفكار محدودة يرونها جيدة. لماذا؟ لأنهم يخشون عواقب أن

يكونوا على خطأ.

كذلك ينشغل "الوكلاء" الذين يديرون الأموال لحساب الآخرين بأن الإدارة الجريئة للأموال يمكن أن تعرضهم لمخاطر فصل أصحاب عملهم إياهم، أو إنهاء

عملاتهم التعاقد معهم، ومن ثم يتوسطون في أسلوب إدارتهم للأموال، ويفعلون فقط ما يُعتبر مأموناً وغير مثير للجدل. وهذا الميل هو ما أدى إلى أن يلاحظ "

جون مينارد كينز" أنه "تعلمنا الحكمة السائدة أن تسوء سمعتك وأنت تتبع التقاليد أفضل من أن تحقق النجاح بعيداً عن التقاليد"، ولكن ذلك الميل يلقي أمامنا

بعضلة، وهي: إذا كنت غير قادر على أن تتبنى نهجًا على قدر من الجرأة يمكن أن يسبب لك الإحراج إذا فشل، فهذا يعني بالتبعية أنه من المستحيل أن تتبع

نهجًا يمكن أن يحدث فارقًا حقيقيًا إذا أتى ثماره؛ فالمستثمرون العظام قادرون على أن يتبعوا استنتاجاتهم الذهنية بالأفعال؛ أي باختصار، يجرؤون على أن يكونوا عظامًا.

وكما هو واضح، لا ينشغل "وارن" باحتمالية طرد صاحب عمله إياه؛ فوظيفته دائمة بقدر دوام رأسماله؛ حيث لا يوجد عملاء يمكنهم أن يسحبوا رأسمالهم من عنده، ويطلبون عرض ما لديهم من أسهم للبيع بأسعار التصفية، كما يحدث عادة لمديري الأموال خلال فترات انهيار السوق. وتلعب هذه الحقيقة دورًا بارزًا في

نجاح أي مستثمر، وإنني على يقين بأنه لا توجد مصادفة وراء ترتيب "وارن" لأسلوبه الاستثماري بهذه الطريقة، منتقلًا من هيكل صناديق التحوط إلى نمط شركة

بيركشاير هاثاواي؛ فلم يكن يستطيع أن يحقق تلك النقلة كما فعلها بطريقة أخرى غير تلك التي اتبعها.

وبالتأكيد، يتمتع "وارن بافيت" بالعديد من السمات التي تميز المستثمرين البارزين؛ فهو شديد التركيز، ومنضبط، ويعرف ما يريد. كذلك فإنه شديد الاجتهاد،

ومنطقي، وذو مهارة حسابية عالية، وجامع نهم للمعلومات من خلال القراءة والتواصل مع الأشخاص الذين يكن لهم الاحترام. وفي هذه النقطة، فهو يستثمر؛

لأنه يستمتع بحل المشكلات الذهنية المعقدة التي تمثلها، ولكن ليس لكسب الشهرة أو جمع المال، وتمثل هذه الأشياء الأخيرة منتجات ثانوية لجهوده، ولكنها

ليست هدفه، وهو أمر أنا متيقن منه.

وعلى المستوى النظري، كان بمقدور الكثيرين غير "وارن بافيت" أن يفعلوا مثلما فعل

على مدار الأعوام الستين الأخيرة. فإن الصفات المذكورة فيما سبق نادرة

حقًا، ولكنها ليست فريدة، وكل منها ذو مغزى حقيقي؛ فهل هناك من يود أن يقف على الجانب الآخر من هذه المقترحات التي توحى بها هذه السمات؟ لكن الأمر

كله يتلخص في أن عددًا قليلًا من الناس فقط يستطيعون أن يظهروا كل تلك السمات على أرض الواقع. إنه ذلك المزيج من كل تلك السمات - والمضاف إليه ذلك

"الشيء" غير الملموس الذي يضيف على الشخص ذي الطبيعة الخاصة تلك الطبيعة - هو ما مكن "وارن" من النجاح بهذا الشكل الاستثنائي بتطبيق طريقة " وارن

بافيت".

هاورد ماركس

يوليو ٢٠١٣

1

تصدير الطبعة الثانية

عندما نشر " روبرت هاجستروم" هذا الكتاب للمرة الأولى في عام ١٩٩٤، سرعان ما أصبح ظاهرة. حتى تاريخنا هذا (في عام ٢٠٠٤)، بيع من هذا الكتاب أكثر من ١.٢

مليون نسخة، وتمثل شعبية الكتاب وانتشاره شهادة على دقة تحليله، وقيمة النصائح الواردة به.

وفي كل نقاش يكون محوره " وارن بافيت"، من السهل أن تنبهر بالحجم الهائل للأرقام؛ فبينما يفكر أغلب المستثمرين في استثماراتهم بمنطق تحقيق أرباح بالمئات

أو الآلاف، يتحرك "بافيت" في عالم من الملايين والمليارات، ولكن هذا لا يعني أنه ليس لديه ما يعلمه لنا؛ فعلى العكس من ذلك، إذا نظرنا إلى ما يفعل أو ما

فعل، وكنا قادرين على إدراك الفكر الكامن وراء أسلوبه، فإنه يمكننا أن نصوغ قراراتنا وفق هذا النموذج الفكري.

وهذا هو الإسهام العميق الذي يقدمه كتاب "روبرت"؛ فقد درس بدقة أفعال " وارن بافيت" وأقواله وقراراته على مدار عدة سنوات، وبعدها راح يحللها للوصول

إلى خيوط عامة تربط بعضها بعضًا. وفي إعدادة هذا الكتاب، لخص هذه الخيوط في ١٢ مبدأ تصلح لكل زمان ومكان، وهذه المبادئ توجه فلسفة "بافيت"

الاستثمارية في كل الظروف وكل الأسواق. وبالمثل تمامًا، يمكنها أن تكون بمنزلة المرشد لأي مستثمر.

وترجع القيمة الراسخة لعمل "روبرت" إلى هذا التركيز الواضح؛ فعلى الرغم من أن الكتاب يتناول تقنيات الاستثمار، فإنه يدور في الأساس حول مبادئ

الاستثمار؛ والمبادئ لا تتغير، ويمكنني أن أسمع " وارن بافيت" يقول وعلى وجهه ترتسم ابتسامته الساخرة: "هذا هو السبب في أنهم يسمونها مبادئ".

ولقد أعطتنا السنوات العشر الماضية شرحًا واضحًا لتلك الحقيقة البسيطة؛ ففي خلال تلك السنوات، تغيرت اتجاهات سوق الأسهم عدة مرات. وقد شاهدنا

طفرات هائلة أدت إلى ثراء الكثيرين، ثم انهيار ساحق بعدها؛ لتدخل السوق في حالة التدهور الشديد في الأسعار خلال فترات طويلة من الوقت، قبل أن تصل

السوق إلى القاع في نهاية الأمر في ربيع عام ٢٠٠٣، ثم تبدأ الصعود مجددًا.

وطوال الطريق، لم يتغير نهج " وارن بافيت" الاستثماري، واستمر في اتباع المبادئ نفسها الموضحة في هذا الكتاب: • فكر في شراء الأسهم كشراء حصص أسهم جزئية من مشروعات تجارية.

• كوّن محفظة مالية محددة الغرض، ومعدل دوران رأس المال فيها منخفض.

• استثمر فيما تستطيع أن تفهمه وتحلله فقط.

• احرص على أن يكون هناك هامش أمان بين سعر الشراء وقيمة الشركة على المدى الطويل.

وكالمعتاد، يحصد مستثمرو شركة بيركشاير هاثاواي ثمار ذلك النهج الثابت؛ فمنذ تعافي السوق في عام ٢٠٠٣، ارتفعت أسهم بيركشاير هاثاواي نحو ٢٠ ألف دولار

للسهم؛ أي أكثر من ٣٠٪ أعلى من عوائد السوق ككل على مدار فترة المقارنة.

وهناك سلسلة فكرية خاصة بمستثمري القيمة تبدأ بـ "بنيامين جراهام" مروراً بـ "وارن بافيت" ومعاصريه، وصولاً إلى الجيل التالي من الممارسين، مثل "روبرت

هاجستروم". وينصح "وارن بافيت"، أشهر تلاميذ "جراهام"، المستثمرين مرارًا وتكرارًا بأن يدرسوا كتاب "جراهام" The Intelligent Investor ، وكثيرًا ما

أنصحهم أنا نفسي بالأمر نفسه، وأنا على يقين بأن كتاب "روبرت" يتقاسم مع ذلك العمل الكلاسيكي سمة فارقة، وهي: قد لا تؤدي النصيحة إلى أن تصبح ثريًا،

ولكن من غير المرجح بشدة أن تجعلك فقيرًا. وإذا فهمت هذه المبادئ الواردة هنا، وطبقتها بذكاء؛ فلا بد من أنها ستجعلك مستثمرًا أفضل.

بيل ميلر

رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي للاستثمار، شركة ليچ ميسون، شركة ذات مسؤولية محدودة

أكتوبر ٢٠٠٤

تصدير الطبعة الأولى

في مساء أحد الأيام الأولى من عام ١٩٨٩، كنت في المنزل عندما رن جرس الهاتف، وكانت

ابنتي الوسطى، "آني"، التي كانت حينذاك في الحادية عشرة من عمرها،

هي أول من رد على الهاتف، فأخبرتني بأن "وارن بافيت" هو من يتصل، وكنت مقتنعا بأن ذلك سيكون من المؤكد مجرد مزحة، وبدأ المتصل يقول: "أنا وارن بافيت

من أوماها، (كأنني قد أخلط بينه وبين "وارن بافيت" آخر)، لقد أنهيت قراءة كتابك من فوري، وأحببته، وأود أن أقتبس إحدى جملك الخاصة في التقرير

السنوي لبيركشاير. لقد أردت دائما أن أولف كتابًا، لكنني لم أصل إلى أي شيء بشأن ذلك".
وتحدث بسرعة كبيرة يملؤها الكثير من الحماس، لا بد من أنه قال ٤٠

كلمة في ١٥ أو ٢٠ ثانية، يتخللها بعض الضحكات والقهقهات. ووافقت على الفور على طلبه، وأظن أننا تحدثنا مدة خمس دقائق أو عشر. وأتذكر أنه قال وهو

يغلق الهاتف: "إذا قمت بزيارة أوماها ذات مرة، ولم تأت لتراني، فسوف تسيء إلى سمعتك في نبراسكا".

ومن المؤكد أنني لا أرغب في تلطيخ سمعتي في الوحل في نبراسكا، فقبلت عرضه بزيارته بعد نحو ستة أشهر، وأخذني "وارن بافيت" في جولة شخصية حول كل

متر من أرجاء المكتب (وهي جولة لم تستغرق وقتًا طويلاً، حيث إن المكتب كله لم يتعد مساحة نصف ملعب تنس)، وقمت بتحية الأحد عشر موظفًا جميعًا، ولم

يكن هناك جهاز كمبيوتر، أو جهاز عرض أسعار الأسهم في سوق البورصة.

وبعد نحو ساعة ذهبنا إلى مطعم محلي، فتناولت مثلما تناول؛ وهو شريحة لحم رائع، وشراب الكرز الذي أتناوله للمرة الأولى منذ ثلاثين عامًا، وتطرقنا في

الحديث عن بعض الوظائف التي عملنا بها ونحن صغار، ولعبة البيسبول، وتبادلنا القصص عن الشركات التي عقدنا معها استثمارات في الماضي، وناقش "وارن"

أو أجاب عن أسئلة عن كل سهم أو مشروع تملكه شركة بيركشاير (لم يدع شركته قط

باسم بيركشاير هاثاواي).

لماذا كان " وارن بافيت" هو أفضل مستثمر على مر التاريخ؟ كيف يبدو كشخص،
وصاحب أسهم، ومدير، ومالك شركات بأكملها؟ ما الشيء الفريد من نوعه عن

التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي، لماذا يكرس كثيرًا من جهوده له، وماذا يمكن أن
يتعلمه أي شخص من ذلك؟ وفي محاولة للإجابة عن هذه الأسئلة،

تحدثت معه مباشرة، وقرأت ثانية آخر خمسة تقارير سنوية، وتقاريره الأولى كرئيس
(كان كل من تقرير عامي ١٩٧١ و١٩٧٢ يحتويان على صفحتين فقط)،

بالإضافة إلى ذلك، أجريت مناقشات مع تسعة أفراد كانت لهم مشاركة إيجابية مع "
وارن بافيت" في علاقات متنوعة، ومن وجهات نظر مختلفة خلال السنوات

الأربع الماضية، إلى أكثر من ٣٠ عامًا، وهم: " جاك بيرن"، و" روبرت دينام"، و" دون كيو"،
و" كارول لوميس"، و" توم ميرفي"، و" تشارلي مانجر"، و" كارل

رايكهارت"، و" فرانك روني"، و" سيث سكوفيلد".

وكانت ردود الفعل على صفاته الشخصية متسقة تمامًا، فقد كان " وارن بافيت"، أولاً
وقبل كل شيء، إنسانًا قنوعًا جدًا، يحب كل ما يفعله، ويتعامل مع

الناس، ويقرأ كميات ضخمة من التقارير السنوية وربع السنوية، والعديد من الصحف
والدوريات. وكمستثمر فهو يتحلى بالانضباط والصبر والمرونة والشجاعة

والثقة والحسم، ودائمًا ما يبحث عن استثمارات عديمة المخاطر، أو تنطوي على قدر قليل
منها. وبالإضافة إلى ذلك، كان بارعًا للغاية في وضع الاحتمالات

والتوقعات. وأعتقد أن هذه القدرة تنبع من حبه المتأصل للعمليات الحسابية البسيطة،
وتفانيه، والمشاركة النشطة في لعبة الورق، وخبرته الطويلة في الاكتتاب،

وقبول مستويات عالية من المخاطر في التأمين وإعادة التأمين. وهو على استعداد لتحمل

المخاطر التي تكون فيها احتمالات الخسارة الفادحة منخفضة واحتمالات

زيادة القيمة عالية، كما أنه يتحدث عن إخفاقاته وأخطائه ولا يعتذر. كما يتمتع بالسخرية من نفسه، ويجامل شركاءه بعبارات موضوعية.

ويعتبر " وارن بافيت " طالبًا متفوقًا في عالم الأعمال ومستمتعًا رائعًا، وقادرًا على تحديد العناصر الأساسية لشركة ما أو لقضية معقدة بسرعة ودقة كبيرتين، كما

يتخذ قرارًا بعدم الاستثمار في شركة ما في أقل من دقيقتين، ويقرر عقد صفقة كبرى بعد بضعة أيام فقط من البحث، فهو دائم الاستعداد، حيث كان يقول في تقريره السنوي: "كن دائمًا مستعدًا لمواجهة تقلبات الأيام".

وبصفته مديرًا، لا يتصل تقريبًا أبدًا برئيس قسم ما أو المدير التنفيذي لشركة ما، ولكن كان يسعده في أي وقت من النهار أو الليل أن يتصلوا هم به لتقديم تقرير

عن شيء ما، أو طلب المشورة، فبعد الاستثمار في أسهم، أو شراء شركة بأكملها، يصبح مصدرًا للتشجيع وتقديم المشورة باستخدامه عبارة: "نحن في بيركشاير،

لا نخبر اللاعبين الذين يحققون معدل ضربات متميزًا يبلغ ٤٠٠ نقطة بكيفية تسديد ضرباتهم"، مستخدمًا تشبيهًا قياسًا على إدارة لعبة البيسبول.

وهناك مثالان على استعداد " وارن بافيت " للتعلم والتكيف مع نفسه، هما التحدث أمام الجمهور، واستخدام الكمبيوتر. ففي الخمسينات من القرن العشرين

استثمر " وارن بافيت " ١٠٠ دولار في إحدى دورات " ديل كارنيجي"، حيث قال إن الهدف من هذه الدورة هو: "ليس من أجل عدم منع شعوري بالخوف عند التحدث

أمام الجمهور، ولكن كي أتحدث أمام الجمهور وأنا أشعر بالخوف". وفي الاجتماع السنوي لشركة بيركشاير جلس " وارن بافيت " أمام أكثر من ٢٠٠٠ شخص على

خشبة المسرح مع " تشارلي مانجر"، ودون أن يكتب ملاحظات، أو تحضير، تمكن من

الإجابة عن الأسئلة بطريقة من شأنها أن تسعد " ويل روجرز"، و" بن

جراهام"، و" كينج سولومان"، و" فيل فيشر"، و" ديفيد ليتزمان"، و" بيلى كريستال".
وحتى يكون قادرًا على ممارسة المزيد من لعب الورق، تعلم "وارن" في

وقت مبكر من عام ١٩٩٤ كيفية استخدام جهاز الكمبيوتر ما مكنه من الانضمام إلى
شبكة للعب مع أفراد آخرين من مواقعهم في جميع أنحاء البلاد. وربما سيبدأ

في المستقبل القريب استخدام بعض من مئات خدمات استرجاع البيانات والمعلومات
المتاحة على أجهزة الكمبيوتر اليوم عن الشركات من أجل البحث عن

استثمارات.

ويؤكد " وارن بافيت" أن عامل الاستثمار الأكثر أهمية هو تحديد القيمة الذاتية لشركة
ما، ودفح سعر عادل أو منخفض، فهو لا يهتم بما فعلت سوق الأوراق

المالية العامة مؤخرًا، أو ما سوف تفعل في المستقبل. وقد اشترى أكثر من مليار دولار من
الأسهم في شركة كوكاكولا في عامي ١٩٨٨ و١٩٨٩ بعد أن ارتفع سعر

السهم إلى أكثر من خمسة أضعاف في السنوات الست السابقة، وأكثر من خمسمائة
ضعف خلال الأعوام الستين الماضية. وحقق أرباحًا تبلغ أربعة أضعاف قيمة

ما استثمره خلال ثلاث سنوات، ويعتزم تحقيق المزيد من الأرباح خلال السنوات الخمس
والعشر والعشرين التالية من خلال شركة كوكاكولا. وفي عام ١٩٧٦

اشترى أسهمًا رئيسية في شركة جيكو الحكومية للتأمين على السيارات عندما انخفض سعر
السهم من ٦١ دولارًا إلى دولارين، وكان التصور العام أن سعر السهم

كان بالتأكيد في طريقه إلى الوصول إلى الصفر.

فكيف يمكن للمستثمر المتوسط أن يستخدم أساليب " وارن بافيت"؟ لا يستثمر " وارن
بافيت" قط في مجال الأعمال التجارية فيما لا يمكنه فهمه أو يقع خارج

"دائرة كفاءته". ويمكن لجميع المستثمرين، مع مرور الوقت، تعلم الجديد وتوسيع دائرة كفاءتهم في إحدى الصناعات التي يعملون بها، أو في بعض قطاعات

الأعمال التي يستمتعون بالبحث فيها. ويجب ألا يسير المرء على النحو الصحيح مرات عديدة في حياته، كما يقول "وارن": إن ١٢ قرارًا استثماريًا في حياته المهنية التي استمرت ٤٠ عامًا صنعت كل هذا الفارق.

ويمكن الحد من المخاطر إلى حد كبير من خلال التركيز على عدد قليل من الأسهم والسندات فقط، وذلك إذا اضطر المستثمرون إلى أن يكونوا أكثر حذرًا ودقة في

بحثهم. والطبيعي هو أن تتمثل أكثر من ٧٥٪ من أسهم بيركشاير العادية في خمس أوراق مالية مختلفة فقط، وأحد المبادئ المبيّنة بوضوح عدة مرات في هذا

الكتاب هو شراء الشركات الكبرى عندما تكون لديها مشكلة مؤقتة، أو عندما يكون هناك انخفاض في سوق الأوراق المالية، ويخلق أسعارًا منخفضة لشركات بارزة

حاصلة على حق الامتياز. وعليك التوقف عن محاولة التنبؤ باتجاه سوق الأوراق المالية، أو الاقتصاد، أو أسعار الفائدة، أو الانتخابات، ووقف هدر المال على الأفراد

الذين يتخذون من ذلك مهنة لهم، بل قم بدراسة الحقائق والوضع المالي، وقيّم التوقعات المستقبلية للشركة، واشترِ عندما يكون كل شيء يسير في صالحك.

وهناك العديد من الأشخاص الذين يستثمرون بطريقة مشابهة للعب في إحدى ألعاب الورق طوال الليل دون النظر حتى إلى أوراق اللعب التي بين أيديهم.

وكان هناك عدد قليل جدًا من المستثمرين ممن لديهم المعرفة والشجاعة اللازمة لشراء شركة جيكو عندما كان سعر السهم دولارين، أو شراء بنك ويلز فارجو،

أو شركة جنرال دايناميكس عندما كان وضع الشركتين متعثراً، حيث كان هناك العديد من الخبراء يقولون إن هذه الشركات كانت في مأزق كبير. ومع ذلك،

اشترى " وارن بافيت " أيضاً أسهمًا في شركة كاييتال سيتيز/ إيه بي سي، أو جيليت، أو واشنطن بوست، أو أفيليتيد بابليكيشنز، أو فريدي ماك، أو كوكاكولا (التي

درّت أكثر من ٦ مليارات دولار من الأرباح لشركة بيركشاير هاثاواي، أو ٦٠٪ من ١٠ مليارات دولار من حقوق المساهمين)، وكانت هذه الشركات ذات إدارة جيدة لها

تاريخ طويل من تحقيق الربحية، ولديها امتيازات تجارية مهيمنة.

بالإضافة إلى مساهميه، يستخدم " وارن بافيت " التقرير السنوي لشركة بيركشاير لمساعدة عامة الناس ليصبحوا مستثمرين أفضل. وكذلك هو من نسل عائلة -

من جهة والده ووالدته - أغلبها يعملون رؤساء تحرير جرائد، وكانت عمته "أليس" تعمل مدرسة في المدارس العامة لأكثر من ٣٠ عامًا، ويستمتع " وارن بافيت "

بالتعليم والكتابة عن الأعمال بشكل عام، والاستثمار بشكل خاص. وعندما كان في الحادية والعشرين من عمره تطوع للعمل معلمًا في جامعة نبراسكا في أوماها.

وفي عام ١٩٥٥، عندما كان يعمل في مدينة نيويورك، أقام دورة لتعليم الكبار عن سوق الأسهم في مدرسة سكارسديل الثانوية، كما قام في أواخر الستينات

والسبعينات من القرن الماضي بإلقاء محاضرات مجانية في جامعة كريتون طيلة ١٠ سنوات. وفي عام ١٩٧٧ خدم في لجنة برئاسة آل سومر الابن، لتقديم المشورة

لهيئة الأوراق المالية والبورصات عن الإفصاح عن حالة الشركات، وبعد هذه المشاركة، تغير نطاق التقرير السنوي لبيركشاير تغيرًا جذريًا مع تقرير عام ١٩٧٧ الذي

كتب في أواخر عام ١٩٧٧ وأوائل عام ١٩٧٨، وأصبحت صيغته أكثر تشابهًا مع تقارير الشركة التي أصدرها في الفترة من ١٩٥٦ إلى ١٩٦٩.

ومنذ أوائل الثمانينات، كانت تقارير بيركشاير السنوية تطلع المساهمين على أداء أسهم وسندات الشركة والاستثمارات الجديدة، وتحديث حالة مجالي التأمين

وإعادة التأمين، كما (منذ عام ١٩٨٢) أدرجت معايير الاستحواذ على الشركات التي ترغب بتركشاير في شرائها. وأصبح التقرير يعج بالأمثلة، والقياسات، والقصص،

والاستعارات التي تحتوي على المسموح والممنوع في الاستثمار السليم في الأسهم.

وقد وضع " وارن بافيت" مستوى عاليًا من الأداء المستقبلي لشركة بركشاير من خلال وضعه هدفًا لزيادة القيمة الذاتية بنسبة مقدارها ١٥٪ سنويًا على المدى

الطويل، وهو أمر لم يرقم به إلا قلة قليلة من الناس، وهو وحده من استطاع القيام بذلك في الفترة من عام ١٩٥٦ إلى عام ١٩٩٣، وقد صرح بأنه سيكون من

الصعب الحفاظ على هذا المستوى بسبب حجم الشركة الكبير، لكن هناك دائمًا فرصًا متاحة، كما أن شركة بركشاير تحتفظ بالكثير من النقدية جاهزة

للاستثمار، وهي تنمو كل عام، وتظهر ثقته إلى حد ما في الكلمات الإحدى عشرة الأخيرة الواردة في التقرير السنوي الصادر في يونيو ١٩٩٣ في الصفحة رقم ٦٠، حيث

قال: "لم تعلن شركة بركشاير عن حصة الأرباح النقدية منذ عام ١٩٦٧".

وكثيرًا ما أعرب " وارن بافيت" بشكل دائم عن أمله في تأليف كتاب عن الاستثمار، ونأمل أن يحدث ذلك يومًا ما، ومع ذلك، حتى يحدث هذا، فإن تقاريره

السنوية تؤدي وظيفة الكتاب، حيث تكتب بطريقة مشابهة إلى حد ما لمؤلفي القرن التاسع عشر الذين كانت كتاباتهم تتخذ نمطًا تسلسليًا مثل: "إدجار آلان بو"،

و"ويليام ميكبيس تاكري"، و"تشارلز ديكنز". وكانت تقارير شركة بركشاير هاثاواي السنوية في الفترة من عام ١٩٧٧ حتى عام ١٩٩٣، تمثل ١٧ فصلًا من هذا الكتاب.

وفي غضون ذلك بين أيدينا الآن هذا الكتاب، الذي يحدد " روبرت هاجستروم" خلاله الخطوط العريضة لمهنة "بافيت"، ويقدم أمثلة على كيفية استنباطه تقنياته

وأساليبه الاستثمارية، وكذلك الأفراد المهمون في هذه العملية. كما يشرح الكتاب

بالتفصيل القرارات الاستثمارية الرئيسية التي أثمرت سجل أداء "بافيت" الذي لا
مثيل له. وأخيراً فإن هذا الكتاب يحتوي على فكر وفلسفة مستثمر داوم على كسب المال
باستمرار باستخدام الأدوات المتاحة لكل شخص بغض النظر عن مدى
ثروته.

بيتر إس. لينش

أكتوبر ١٩٩٤

مقدمة

كان والدي "فيليب إيه. فيشر" يراقب بفخر كبير بعض وجهات النظر التي تبناها "وارن
بافيت"، وعلاقة الصداقة الطويلة التي جمعت بينهما. ولو كان والدي على

قيد الحياة وقام بكتابة هذه المقدمة، لكان انتهز هذه الفرصة لمشاركة بعض المشاعر
الطيبة التي عاشها على مدى عقود من معرفته بأحد الرجال الذين سطع

نجمهم في عالم الاستثمار بشكل يجعل نجمه هو شخصياً يبدو آفلاً، ولكن والدي أحب "وارن
بافيت" بصدق، وتشرف بأنه اعتنق بعض أفكاره. وتوفي والدي عن

عمر يناهز ستة وتسعين عاماً، منذ ثلاثة أشهر بالضبط قبل أن أتلقى رسالة غير متوقعة
تستفسر عما إذا كنت أرغب في الكتابة عن والدي، وعن "وارن بافيت".

وقد ساعدتني هذه المقدمة على ربط بعض النقاط، واستنتاج بعض الأمور ذات الصلة
بأبي و"وارن بافيت". وبالنسبة إلى قراء هذا الكتاب، آمل أن أتمكن من

تقديم نظرة شخصية جداً عن جزء مهم من تاريخ الاستثمار، وبعض الأفكار عن الكيفية
المثلى لاستخدام هذا الكتاب الرائع.

وهناك القليل مما سأقوله عن السيد "بافيت"؛ بما أنه موضوع هذا الكتاب، ويغطي "روبرت
هاجستروم" هذا الموضوع بكياسة وبصيرة. ومن المعروف أن والدي

كان له تأثير كبير في " وارن بافيت"، ومثلما يقول "هاجستروم" فإن هذا التأثير برز بشكل واضح في تفكير "بافيت" خلال السنوات الأخيرة. ومن جانبه، عندما

تعرف والدي على " وارن بافيت"، صار معجبًا بصفاته التي شعر بأنها ضرورية لتحقيق النجاح في عالم الاستثمار، ولكنها نادرة بين مديري الاستثمار.

عندما زار " وارن بافيت" والدي منذ ٤٠ عامًا، في عالم كانت أدواته المعلوماتية بدائية نسبيًا في ضوء المعايير السائدة اليوم، كانت لوالدي طرقه الخاصة في جمع

المعلومات؛ حيث بنى تدريجيًا دائرة من المعارف على مدى عقود تضم خبراء استثمار كانوا محط احترامه، ويعرفونه جيدًا بما يكفي لفهم الأمور التي كانت تهمه،

والأمور التي لا تهمه، ومن يمكنه أن يتبادل معهم أفكارًا جيدة. وتحقيقًا لهذه الغاية، خلص إلى أنه سيجتمع مع أي خبير استثماري شاب مرة واحدة، وإذا نال

إعجابه، فسيلتقي بهذا الشخص مرة أخرى، ويبنى معه علاقة، ولذا كان نادرًا ما يلتقي بأي شخص مرتين. فمعاييره عالية للغاية! فكان يرى أنه إذا لم تكن

"الأفضل"، فأنت "الأسوأ"، وعندما كان يصدر حكمًا ضد شخص ما، كان يستبعد هذا الشخص ببساطة إلى الأبد، فهو صاحب الفرصة الواحدة في بناء

العلاقات، فالوقت بالنسبة له سلعة ثمينة.

وكان " وارن بافيت" شابًا من بين عدد قليل جدًا من الذين تركوا انطباعًا جيدًا في نفس والدي في اللقاء الأول بدرجة كافية لجعله يستحق اللقاء الثاني، والعديد

من اللقاءات الأخرى بعد ذلك. وكان والدي قاضيًا فطنًا في حكمه على شخصية الأشخاص ومهارتهم، إلى حد مبالغ فيه! فكانت حياته المهنية قائمة على الحكم

على الناس، واعتبر ذلك إحدى أفضل صفاته، وسببًا رئيسيًا في تركيزه الشديد على الحكم النوعي على إدارة الأعمال في تحليله للأسهم. وكان دائمًا ما يفخر

بحكمه على " وارن بافيت " بأنه شخص متميز قبل أن ينال "بافيت" المجد والشهرة اللذين استحقهما عن جدارة.

وقد نجحت العلاقة بين " وارن بافيت" ووالدي في التغلب على هفوات والدي التي كانت تحدث من حين لآخر، عندما كان ينادي السيد "بافيت" عن طريق الخطأ

باسم "هاورد" (وهو اسم والد "وارن")، وهذه قصة غير عادية لم تُرو من قبل قط، وربما تحكي الكثير عن علاقة والدي ب" وارن بافيت".

كان والدي رجلاً ضئيل البنية، يتحلى بعقل فذ، تتسارع فيه الأفكار بسرعة هائلة، ومع أنه كان ودوداً، فإنه كان عصيباً، وثائراً في أغلب الأوقات، وثقته بنفسه

متزعزعة، كما كان أيضاً إنساناً روتينياً أسيراً لعاداته بشكل كبير، ويتبع التعاليم الدينية اليومية بدقة شديدة؛ لأنها تبعث في نفسه المزيد من الشعور بالأمان.

وكان يحب النوم؛ لأنه عندما ينام يتلاشى شعوره بالعصبية أو عدم الأمان. لذلك عندما لم يكن في استطاعته إيقاف سيل الأفكار التي تتدفق إلى عقله في الليل،

وهو الأمر الذي كان يحدث في كثير من الأحيان، فكان يلعب ألعاب الذاكرة، بدلاً من تخيل أن هناك عددًا هائلاً من الأغنام في مزرعة ما ويقوم بعدها، وكانت

إحدى ألعاب النوم التي كان يلعبها هي حفظ أسماء جميع أعضاء الكونجرس وأسماء المقاطعات التي ينتمون إليها حتى يغلبه النوم.

ابتداءً من عام ١٩٤٢، حفظ والدي اسم "هاورد بافيت" وربطه بأوماها، مراراً وتكراراً، ليلة بعد ليلة، لأكثر من عقد من الزمان؛ فقد ربط مخه آلياً بين كلمتي "

أوماها"، و"بافيت"، و"هاورد" كسلسلة ذات صلة قبل لقائه ب" وارن بافيت" بفترة طويلة، وفي وقت لاحق، بينما بدأ " وارن بافيت" بناء مسيرته المهنية، وبدأ

سطوع نجمه، كان لا يزال هناك عقدان كاملان قبل أن يستطيع والدي أن يفصل تمامًا

بين "بافيت" وأوماها، و"هاورد". وهذا كان يزعج والدي؛ لأنه لم يتمكن

من التحكم في عقله؛ لأنه كان مولعًا بـ "وارن بافيت" ويقدر العلاقة التي تجمع بينهما، وقد كان والدي يعرف بالضبط من كان "وارن بافيت"، ولكن في الحديث

العادي كان في أغلب الأحيان يقول شيئًا من قبيل "هذا الشاب الذي هاورد بافيت من أوماها". كلما قال ذلك أكثر من مرة، أصبح من الصعب جدًا التخلص منها

في كلامه، فمن اعتاد شيئًا، يصعب عليه كسر قيود هذه العادة.

وفي وقت مبكر من صباح أحد الأيام، عندما كان بينهما موعد للقاء، كان والدي يعتزم أن يميز بين اسم "هاورد" واسم "وارن"، ومع ذلك عند مرحلة ما من

المحادثة، كان ينادي "وارن" باسم "هاورد". وإذا كان "وارن" قد لاحظ ذلك، فإنه لم يبدِ أية إشارة، وبالتأكيد لم يصحح خطأ والدي. وقد حدث هذا بشكل متقطع

طوال فترة السبعينات، وبحلول الثمانينات، فصل والدي أخيرًا بين كلمة "هاورد" وأية جملة تشير إلى "بافيت". وكان فخورًا بالفعل لتركه اسم "هاورد" وراء

ظهره إلى الأبد. وبعد سنوات، سألته إذا كان قد أوضح ذلك لـ "وارن" أم لا، قال إنه لم يفعل ذلك؛ لأن هذا كان مصدر إحراج كبيرًا بالنسبة إليه.

وقد دامت علاقتهما؛ لأنها بنيت على أسس أقوى كثيرًا، وأعتقد أن أحد أساسات تلك العلاقة كان فلسفتهما المشتركة في التواصل مع من يتحلون بالنزاهة

والمهارة. وعندما يقول السيد "بافيت" فيما يتعلق بالإشراف على مديري شركة بيركشاير هاثاواي: "لا نخبر اللاعبين الذين يحققون معدل ضربات متميزًا يبلغ ٤٠٠

نقطة بكيفية تسديد ضرباتهم"، وهذا تقريبًا اقتباس مباشر من كتاب "فيل فيشر" الذي يطالب خلاله باختيار الأفضل منذ البداية، وعدم الخطأ في ذلك، ثم لا

تخبرهم بما يتعين عليهم القيام به.

وعلى مر السنين، كان والدي شديد الإعجاب بكيفية تطور السيد "بافيت" كمستثمر دون
المساس بأي من مبادئه الأساسية، فعندما تقرأ عن ماضيه، سترى أن

السيد "بافيت" كل عشر سنوات كان يقوم بأشياء لم يكن أحد يتوقعها، ويفعلها بشكل
جيد. ففي عالم الاستثمار الاحترافي، يتعلم معظم الناس بشكل حرفي

بعض أساليب الاستثمار المعينة، ولا يغيرونها مطلقاً، فيقومون بشراء أسهم تكون فيها
نسبة سعر السهم إلى الأرباح منخفضة، أو أسهم في شركات تكنولوجية

رائدة، أو أيًا ما كان، فهم يقومون بتلك الحرفة ولا يغيرونها أبدًا، أو يغيرونها تغييرًا
هامشيًا فحسب، أما " وارن بافيت" فكان على النقيض من ذلك؛ حيث كان

يتبنى منهجيات جديدة باستمرار، عقدًا بعد عقد من الزمن، بحيث كان من المستحيل
التنبؤ بما قد يفعله بعد ذلك، وبسبب توجهه الأصلي في التركيز الشديد

على القيمة لم يكن يمكنك التنبؤ في فترة السبعينات بتوجهاته إلى شراء حق الامتياز.
وكذلك لم يكن من الممكن أن تتنبأ بسبب نهجه السابق بتركيزه على المنتجات

الاستهلاكية في الثمانينات من القرن الماضي، حيث نسبة سعر السهم إلى الأرباح فيها
تفوق متوسط الأسعار في السوق.

إن قدرته على التغيير - والقيام به على نحو ناجح - يمكن في حد ذاتها أن تصلح موضوعًا
لكتاب، فمعظم الناس يفشلون عندما يحاولون محاكاة طريقة تطوره،

ويرى والدي أنه لم يفشل؛ لأنه لم يغفل قط عن حقيقته، فقد بقي دومًا صادقًا مع نفسه.

ولم تكن قصيدة "روديارد كبلينج" الشهيرة "لو" بعيدة مطلقًا عن تناول والدي فترة
طويلة، فقد كانت دومًا موجودة في مكتبه، على الطاولة بجوار سيريره، في

غرفة المعيشة، فهي كانت دومًا قريبة منه. وقد كان يقرأها مرارًا وتكرارًا، وكان يستشهد
لي بأبيات منها في أغلب الأحيان، وأنا أبقئها بجوار مكتبي لكي أستشعر

وجوده قريباً مني. وعلى الرغم من أنه كان يشعر بزعزعة في ثقته بنفسه، فإنه كان ذا أعصاب هادئة، وسيخبرك على طريقة "كبلينج" بأن تكون جاداً بشأن حياتك المهنية واستثماراتك، ولكن لا تأخذ الأمور بجدية أكثر من اللازم، فهو يحثك على التفكير في انتقادات الآخرين لك، ولكن لا تعتبرها مطلقاً حكماً عليك. وهو يحثك على تحدي نفسك، ولكن لا تحكم على نفسك بشكل متطرف للغاية في أي من الاتجاهين، ولذلك عندما ترى أنك فشلت في أمر ما، أرغم نفسك على المحاولة مرة أخرى، كما يحثك على خوض أشياء جديدة لم يسبر أغوارها أحد بعد.

وكان أكثر ما أثار إعجاب والدي بالسيد "بافيت" هو موهبته في التطور باستمرار من خلال الاستناد إلى قيمه، والاستفادة من ماضيه، وخوض آفاق جديدة لم يخضها أحد من قبل، وقدرته على الماضي قدماً غير مكبل بقيود الماضي، أو القيل والقال، أو الأعراف، أو مشاعر الزهو والخيلاء، وكان "بافيت" بالنسبة إلى طريقة تفكير والدي مجسداً بعض الصفات التي خلدها "كبلينج".

ولسوء الحظ، ستكون هناك دائماً نسبة مئوية صغيرة من المجتمع تسير على هذا النهج، بينما هناك أعداد غفيرة من ضيقي الأفق، والحسودين، وعديمي الأخلاق الذين لا يستطيعون خلق حياة خاصة بهم، ولا يسعهم إلا التقليل من شأن الآخرين، فتلك النفوس الضالة لا تنشأ من الحياة سوى محاولة خلق الآلام؛ حيث لا سبيل أمامها لتحقيق مكاسب سوى ذلك. وبعد تحقيق النجاح خلال المسيرة المهنية، نستنتج أن أي صاحب إنجاز سيتعرض للإساءة والانتقادات.

ووالدي الذي كان يشعر بعدم الثقة، كان دائماً ما يتوقع أن الجميع سيتعرضون للإساءة والانتقاد، وهو من بينهم، ولكن بالنسبة إلى أولئك الذين كان يكن لهم الإعجاب، كان يأمل ألا تؤثر فيهم تلك الإساءات والانتقادات، وأن يصمدوا في وجهها،

وعندما تلقى الإساءات والانتقادات، كان يتوقع من الذين يكن لهم

الإعجاب أن يتبعوا نهج "كبلينج" في الانتقادات أو الادعاءات دون الشعور بأنها تعتبر حكمًا على شخصهم، وأن تتبع دومًا رؤية "كبلينج".

ومن خلال مسيرة مهنية أطول من مسيرة معظم الأفراد، كانت الإساءات والانتقادات التي تعرض لها "وارن بافيت" قليلة بشكل ملحوظ، ولكن لم تثبط أي منها

عزيمته، وهذا حقًا برهان على معدن شخصيته، وسيكون "كبلينج" مسرورًا بذلك مثلما كان أبي. فهذا الأمر يعود إلى القيم الجوهرية للسيد "بافيت" الذي يعرف

دائمًا بالضبط من هو، وما يسعى إلى تحقيقه. فهو لا يؤرقه تضارب المصالح الذي يمكن أن يقوض مبادئه، ويؤدي به إلى انتهاج سلوكيات غير جديرة بالإعجاب،

فلم يكن هناك سوء يقذف به، فلم يصب بأي سوء، وهذا هو الجانب الأفضل من شخصية "وارن بافيت" الذي ينبغي لك محاكاته؛ أي أن تعرف من أنت.

وجزاء من السبب وراء كتابتي هذه المقدمة هو أن أقترح عليك كيفية استخدام هذا الكتاب. وقد سألتني الناس طوال حياتي المهنية عن سبب عدم سيرى على خطى

أبي، أو السيد "بافيت". والجواب بسيط، فهذا أنا، وهذه طبيعة شخصيتي، وليس طبيعة شخصيتهما، ولا بد لي من استخدام المزايا النسبية الخاصة بي، فأنا لا

أتمتع بذكاء والدي في حكمه على الناس، كما أنني لست بعبقرية "بافيت".

ومن المهم استخدام هذا الكتاب للتعلم، ولكن لا تستخدم هذا الكتاب لتكون مثل "وارن بافيت"؛ حيث لا يمكنك أن تكون "وارن بافيت"، وإذا حاولت، فسوف

تعاني، بل استخدم هذا الكتاب لفهم أفكار "بافيت"، ثم خذ هذه الأفكار وادمجها في نهجك الخاص في الاستثمار، فمن خلال أفكارك أنت فقط تخلق العظمة

والتميز، وتصبح أفكار هذا الكتاب مفيدة للغاية فقط عندما تستوعبها داخل شخصيتك

بدلاً من محاولة تغيير شخصيتك لتناسب مع تلك الأفكار (فالشخصية

المتغيرة تصنع مستثمراً رديئاً ما لم يكن هذا التغيير قد حدث بشكل طبيعي)، وبغض النظر عن ذلك، فأنا أضمن أنك لن تستطيع أن تكون " وارن بافيت " مهما

قرأت، أو مهما بلغت صعوبة محاولتك أن تكون كذلك، فليس عليك إلا أن تكون نفسك.

وهذا هو أعظم درس تعلمته على يد والدي - هذا المعلم العظيم حقاً على جميع المستويات - وهو ألا أكون هو، أو أي شخص آخر، بل أكون أفضل ما بوسعي أن

أكونه، وألا أتوقف أبداً عن التطور. إذن فما الدرس الأعظم الذي يمكنك استخلاصه من " وارن بافيت "؟ هو أن تتعلم منه دون الرغبة في أن تصبح مثله. فإذا كنت

قارئاً شاباً، فإن أكبر دروس الاستثمار هو معرفة من أنت حقاً، أما إذا كنت قارئاً أكبر سناً، فإن أعظم الدروس هو أنك في الحقيقة أكثر شباباً كثيراً مما تعتقد،

ويجب أن تتصرف وفق هذه الطريقة؛ فهذه موهبة نادرة. وإن لم يكن ذلك ممكناً تحقيقه، فما كان بمقدور السيد "بافيت" أن يستمر في التطور ببراعة في مرحلة

يراهها معظم الناس مرحلة تجاوزت سن التقاعد. وتعامل مع " وارن بافيت " باعتباره معلماً وليس نموذجاً يحتذى، واعتبر هذا الكتاب أفضل شرح لتعاليمه،

حيث تم توضيحها على نحو جيد، ويسهل تعلمها. ويمكنك أن تتعلم كمّاً هائلاً من الأمور من هذا الكتاب، حيث يمكن أن تكون الأساس الذي تبني عليه تطوير

فلسفتك الاستثمارية الناجحة الخاصة بك.

كينيث إل. فيشر

يوليو ٢٠١٣

تمهيد

التحقت في يونيو عام ١٩٨٤ ببرنامج تدريبي في شركة ليچ ميسون وود ووكر في مدينة بالتيمور، بولاية ميريلاند، واستمعت طيلة أسبوعين إلى عروض تقديمية عن

الاستثمار، وتحليل السوق، والامتثال لمعايير الأداء، وتقنيات البيع، وكان من المتوقع أن أبدأ قريبًا مسيرتي المهنية سمسارًا استثماريًا، ولكنني لم أستطع التخلص من الشعور بأنني ارتكبت خطأ فادحًا.

وكانت شركة ليچ ميسون منبعًا للقيمة، وقد ركز برنامجها التدريبي على الأعمال الكلاسيكية في مجال استثمار القيمة، بما في ذلك كتاب "ديفيد دود" بعنوان

Security Analysis ، وكتاب "بنيامين جراهام" بعنوان المستثمر الذكي 2 . وكل يوم كان السماسرة المخضرمون بالشركة يمرون على المكاتب، ويتبادلون الآراء عن

الأسهم والسوق، وقد سلموا لنا نسخة من استبيان فاليو لاين الاستثماري عن أسهمهم المفضلة، وكانت كل شركة لديها السمات ذاتها: نسبة السعر إلى الأرباح

منخفضة، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية منخفضة، وعوائد أرباح الأسهم مرتفعة. وفي كثير من الأحيان، كانت الشركة أيضًا ليست موضع تفضيل في السوق،

كما يتضح من الفترة الطويلة التي كان خلالها أداء الأسهم ضعيفًا في السوق. وقد طلب منا مرارًا وتكرارًا تجنب الأسهم الرائجة مرتفعة السعر، واستبدال التركيز

على الأسهم الضعيفة به؛ حيث كانت نسبة الأرباح إلى المخاطر مبشرة بشكل أكبر كثيرًا.

وقد فهمت منطق نهج استثمار القيمة؛ حيث لم تكن العملية الحسابية الخاصة به صعبة الفهم. فقد قدمت إلينا شركة فاليو لاين لمحة عامة سهلة عن بيان

الميزانية العمومية للشركة، وبيان الدخل، اللذين يعود تاريخهما إلى ٢٠ عامًا. وفي الأعلى

كان الرسم البياني لسعر السهم في الشركة يشير إلى تراجعته جنباً إلى

جنب مع نتائج كل عام، ولكن بغض النظر عن عدد المرات التي نظرت فيها إلى جدول بيانات الشركة، شعرت بأن هناك شيئاً ما مفقوداً.

وبعد ظهيرة يوم الخميس، قبل يوم واحد من انتهاء برنامجنا التدريبي، تسلمت من مدربي نسخة من التقرير السنوي لعام ١٩٨٣ لشركة بيركشاير هاثاواي، وهي

شركة لم أسمع عنها من قبل قط، وقد كتب هذا " وارن بافيت"، وهو رجل لم أسمع عنه قط، وقد طلب منا قراءة "رسالة الرئيس"، وأن نكون على استعداد

لمناقشتها في صباح اليوم التالي.

وفي تلك الليلة، وأنا في غرفتي في الفندق تصفحت التقرير السنوي لشركة بيركشاير، ولاحظت أنه لم تكن هناك أية صور، أو رسوم بيانية، وقد أصابني الإحباط

لذلك. وكانت "رسالة الرئيس" إلى المساهمين تتألف وحدها مما يقرب من ٢٠ صفحة. وأذعنت لحقيقة أن عليّ أن أقرأ هذا التقرير، فارتيمت على الكرسيّ، وأنا أشعر

بالملل، وبدأت القراءة، ومن الصعب وصف ما حدث بعد ذلك، ولكن طوال الليلة، تغيرت فكري بالكامل عن الاستثمار.

وكنت أهدق، على مدار أسبوعين، إلى الأرقام والنسب والصيغ، ولكنني أقرأ الآن عن الشركات ومن يديرونها، فقد عرفني "بافيت" ب"روز بلومكين" البالغة من

العمر ٨٠ عامًا، وهي مهاجرة من روسيا تدر أرباحاً في المبيعات تبلغ قيمتها ١٠٠ مليون دولار في سلسلة متاجر نبراسكا فيرنيتشر مارت للأثاث، وتعرفت على "ستان

ليسي"، ناشر جريدة بافالو نيوز، و"تشاك هيجينز" في شركة سيز كانديز للحلويات، وتعلمت عن اقتصاديات إدارة الصحف، والمزايا التنافسية في مجال صناعة

الحلويات، ثم ناقش "بافيت" النتائج التشغيلية لشركات التأمين التابعة لشركة بيركشاير،

بما في ذلك شركة ناشونال إندمنتي للتعويضات والفائدة بمعدل

الثلث في شركة جيكو الحكومية للتأمين على السيارات، ولكن "بافيت" لم يذكر الأرقام لمجرد السرد؛ حيث أوضح لي الفروق الدقيقة في أعمال التأمين، بما في

ذلك أقساط التأمين السنوية المكتوبة، والاحتياطيات المعدة لمواجهة الخسائر، والنسب المجمعة، والمزايا الضريبية للتسويات المنظمة. وإذا لم يكن ذلك كافيًا، فقد

قدم "بافيت" أيضًا إلى المساهمين دليلًا تعليميًا سهل الفهم عن كيف يمكن للقيمة الذاتية لشركة ما أن تتجاوز قيمتها الدفترية من خلال المفعل العجيب للشهرة التجارية الاقتصادية.

وفي صباح اليوم التالي عدت إلى البرنامج التدريبي، وقد تغير تفكيري، وكانت التقارير الواردة بها سلسلة لا نهاية لها من الأرقام والخاصة بشركة فاليو لاين لا تزال

هناك، ولكن هذه الأرقام فجأة صار لها هيكل واضح، باختصار قد دبت الحياة في هذه الشركات، فصرت بدلاً من الاكتفاء برؤية الأرقام فحسب، أفكر في الشركات

ككيان، والأشخاص الذين يديرون هذه الشركات، وأفكر كذلك في المنتجات والخدمات التي أدت في النهاية إلى تلك الأرباح التي تملأ صفحات جداول البيانات.

وعندما دخلت قسم الإنتاج في الأسبوع التالي، كان يملؤني الشعور بالهدف، ولم يساورني أدنى شك فيما كنت سأفعله، فقد كنت سأستثمر أموال عملائي في

شركة بيركشاير هاثاواي، وفي الأسهم التي اشتريتها بيركشاير لمحفظتها المالية. وفي كل مرة كان "بافيت" يشتري سهمًا أو سندًا في شركة ما، كنت أعتبر ذلك علامة

لي على الطريق، فكنت أتتبع هذه العلامة، وأشتري مثل ما اشتراه لعملائي. وإذا اشتري "بافيت" سهمًا، كنت أتصل بالشركة، وأطلب تقريرها السنوي، وأدرس

ذلك باهتمام، في محاولة لمعرفة ما عرفه وغاب عن الآخرين. فقد كان يمكنك قبل ظهور

الإنترنت إرسال شيك بمبلغ ٢٥ دولارًا إلى هيئة الأوراق المالية والبورصات،

ويمكنك استخراج نسخة من أي تقرير سنوي أردته. ولقد أرسلت في طلب نسخة من جميع التقارير السنوية لشركة بيركشاير هاثاواي، وخلال مسيرتي المهنية،

جمعت كل المقالات الصحفية والمجلات التي كتبت عن "بافيت"؛ فقد كنت أود الحصول على نسخة من أي شيء وكل شيء قام به "بافيت" أو بيركشاير، وقراءته وحفظه في ملفات. كنت مثل طفل يركض وراء لاعب البيسبول.

وبعد بضع سنوات، كتبت "كارول لوميس" مقالاً لمجلة فورتشن بعنوان

(١١) The Inside Story of Warren Buffett

أبريل ١٩٩٨) ثم اعتقد "مارشال لوب"،

الذي كان حينذاك مدير تحرير مجلة فورتشن، أن الوقت قد حان لكتابة قصة كاملة عن حياة "بافيت"، وكان يعلم أن "كارول" هي خير من يكتب هذه القصة.

وإلى ذلك الوقت، فإن اللمحة الوحيدة التي يمكنك من خلالها أن تتعرف على "بافيت" كانت من خلال رسالة الرئيس التي كان يكتبها، وظهوره مرة واحدة كل

عام في اجتماع بيركشاير السنوي في أوماها، ولكن أولئك الذين كانوا على علم بأن "كارول لوميس" أيضاً حررت التقارير السنوية لبيركشاير، عرفوا أنه إذا تم

اختيار أي شخص لكتابة قصة عن أسرار حياة "بافيت"، فإنها ستكون هي أول من يتم اختياره، فتسابقت إلى كشك بيع الصحف لانتراع النسخة التي كنت متأكدًا

أنها النسخة الأخيرة المتاحة.

قالت "كارول" إنها تريد كتابة نوع مختلف من القصص، قصة لا تظهر "بافيت" مستثمرًا فحسب، وإنما أيضًا كـ "رجل أعمال خارق للعادة"، ولم تخيب ظن

الناس بها، فقد كان مقالاً جميلاً مؤلفاً من سبعة آلاف كلمة، وأعطى حقاً لمن يعتبرون

"بافيت" قدوة لهم نظرةً أكثر عمقاً على شخصيته؛ ذلك الرجل الذي

يطلق عليه الآن نابغة أوماها، فقد كشفت لنا "كارول" العديد من الخبايا، ولكن لم يهز الأرض من تحتي سوى ثلاث جمل صغيرة موجودة بين ثنايا المقال.

فقد قال "بافيت": "ما نقوم به لا يستعصي على إمكانات أي شخص آخر القيام به، فأنا أشعر بالشعور ذاته تجاه الإدارة والاستثمار على حد سواء؛ فليس من الضروري القيام بأشياء استثنائية فقط للحصول على نتائج استثنائية".

والآن أنا متأكد من أن العديد من الذين قرأوا هذا، يرجعون إلى التواضع الذي يميز أهل وسط غرب أمريكا الذي ينتمي إليه "بافيت"، لم يكن "بافيت" متبجحاً ولا مضللاً، فكنت متأكدًا أنه لن يكون قد قال هذه الكلمات إن لم يكن يعتقد أنها صحيحة، وإذا كانت صحيحة، كما اعتقدت أنها كذلك، فهذا يعني أن هناك

إمكانية للكشف عن خريطة الطريق، أو ما هو أفضل، خريطة الكنز التي من شأنها أن تصف كيفية تفكير "بافيت" في الاستثمار على وجه العموم، واختيار الأسهم

على وجه الخصوص. وكان هذا هو الدافع لي وراء كتابة هذا الكتاب.

وقد ساعدتني قراءة التقارير السنوية لشركة بيركشاير هاثاواي على مدار عقدين من الزمن، والتقارير السنوية للشركات التي اشترتها بيركشاير، والعديد من

المقالات المكتوبة عن "بافيت" على فهم كيف يفكر "بافيت" بشأن الاستثمار في الأسهم العادية، وكانت الرؤية الأكثر أهمية التي اكتسبتها هي معرفة أن "بافيت"،

سواء كان يشتري أسهمًا عادية أو شركات بأكملها، كان يتعامل مع كل صفقة تجارية على النحو نفسه. وسواء كان يشتري شركة عامة أو خاصة، كان "بافيت"

يتبع الطريقة نفسها، وبالتسلسل نفسه تقريبًا؛ حيث إنه يفكر في الشركة، والناس الذين يديرون الشركة، واقتصاديات الشركة، ومن ثم قيمة الشركة، وفي كل

حالة يضع ما يتعلمه في مقارنة أمام معاييرها الخاصة، وأطلقت عليها اسم مبادئ الاستثمار وقسمتها إلى أربع فئات وهي: مبادئ العمل، ومبادئ الإدارة،

والمبادئ المالية، ومبادئ السوق. وكان الهدف من هذا الكتاب هو النظر إلى الشركات الكبرى التي اشتراها "بافيت" لبركشاير هاثاواي واكتشاف ما إذا كانت، في

الواقع، تتماشى مع المبادئ التي تنعكس في كتاباته وخطبه أم لا. إن ما سيكون له قيمة في رأيي وما سيكون له قيمة بالنسبة للمستثمرين هو القيام بدراسة شاملة

لأفكاره وإستراتيجياته التي تتماشى مع عمليات الشراء التي قامت بها شركة بيركشاير على مدار السنوات الماضية، وكلها مجمعة في مصدر واحد. وتحقيقًا لهذه

الغاية، أعتقد أننا كنا ناجحين.

ولم أكن قد حظيت بمقابلة " وارن بافيت" على الإطلاق قبل كتابة الطبعة الأولى من الكتاب، ولم أتناول معه في أثناء كتابته. وكان من المؤكد أن المشاورات كانت

ستضفي ميزة إضافية، ولكنني كنت محظوظًا كفاية للاستفادة من كتاباته واسعة النطاق التي تدور حول موضوع الاستثمار، وقد استعنت على مدار صفحات

الكتاب باقتباسات مستفيضة من التقارير السنوية لشركة بيركشاير هاثاواي، وتحديدًا رسائل الرئيس، وقد منحني السيد "بافيت" الإذن لاستخدام هذه الرسائل

المحفوظة بموجب حقوق الطبع والنشر، ولكن فقط بعد أن أتاحت له الفرصة لمراجعة الكتاب، ومع ذلك، فإن هذا الإذن لا يعني بأي حال من الأحوال أنه تعاون

معي بشأن الكتاب أو أنه أتاح لي أسرارًا أو إستراتيجيات غير متاحة بالفعل في كتاباته؛ حيث إن كل ما يقوم به " وارن بافيت" أمر واضح وعلني تقريبيًا، ولكن قد

يكون ذلك غير ملحوظ بشكل كبير للكثيرين.

ولعل التحدي الأكبر الذي واجهته عند كتابة هذا الكتاب هو إثبات أو دحض مقولة

"بافيت" حينما قال: "ما أفعله لا يستعصي على إمكانات أي شخص القيام به".

ويجادل بعض النقاد في أنه على الرغم من نجاح "بافيت" فإن الخصائص المتفردة به تحول دون أن يمكن تبني منهجه في الاستثمار على نطاق واسع، ولكنني لا

أوافقهم الرأي. إن "بافيت" له خصائص متفردة به - وهي مصدر نجاحه - ولكنني أرى أنه حين يتم فهم منهجيته تصبح قابلة للتطبيق من قبل الأفراد والمؤسسات

على حد سواء. ويهدف هذا الكتاب إلى مساعدة المستثمرين على توظيف الإستراتيجيات التي أرى أنها صنعت نجاح "بافيت".

ولكن لا يزال هناك متشككون، فجانِب كبير من ردود الفعل السلبية التي واجهناها على مر السنين كانت بشأن أن قراءة كتاب يدور حول " وارن بافيت" لن يضمن

لك أنك سوف تكون قادرًا على تحقيق عوائد الاستثمار نفسها التي حققها "بافيت". أولًا، لم ألمح قط إلى أنه من خلال قراءة الكتاب، يمكن للفرد أن يحقق عوائد

الاستثمار نفسها مثل "بافيت"؛ ثانيًا، لم أفهم مطلقًا سبب اعتقاد أي شخص ذلك، فقد كان يبدو لي أنه إذا قمت بشراء كتاب عن كيفية لعب الجولف مثل

اللاعب "تايجر وودز"، فيجب ألا تتوقع أن تصبح بالمهارة نفسها ل "تايجر وودز" في طريقة لعبه على أرض ملعب الجولف، ولكنك تقرأ الكتاب؛ لأنك تعتقد أن

هناك بعض النصائح في الكتاب من شأنها أن تساعدك على تحسين طريقة لعبك، وينطبق الشيء ذاته على هذا الكتاب؛ لذا فإن تمكنت من خلال قراءة هذا

الكتاب من استخلاص بعض الدروس التي تساعد على تحسين نتائج استثمارك، فإن الكتاب إذن يكون قد آتى ثماره، ولن يكون التفكير في مدى سوء أداء معظم

الناس في سوق الأوراق المالية، وتحقيق قدر بسيط من التحسن، بالمهمة الشاقة.

وقد سُئل ذات مرة "بافيت" و" تشارلي مانجر"، نائب رئيس شركة بيركشاير وشريك

"بافيت" في السجال الفكري، عن إمكانية أن يتعلم جيل جديد من المستثمرين

من عقليهما الفذين. وهذا بالطبع ما كانا يعلانه بالضبط على مدى السنوات الأربعين الماضية، وتشتهر التقارير السنوية لشركة بيركشاير هاثاواي بوضوحها،

وبعدها عن الكلام غير المفهوم والمبهم، وقيمتها التعليمية الرائعة، ويعرف أي شخص أسعده الحظ بحضور اجتماع سنوي لشركة بيركشاير هاثاواي مدى

الاستنارة التي يمكن أن يحصل عليها المرء من هذا الاجتماع.

إن اكتساب المعرفة رحلة، وقد استقى " وارن بافيت" خلال رحلته الكثير من حكمة الآخرين، بدءًا من " بنيامين جراهام"، و" فيل فيشر". وقد أضاف إلى ذلك

العديد من الدروس التجارية التي تعلمها من شريكه " تشارلي مانجر"، وقد ساعدت هذه التجارب مجتمعة على تكوين صورة متكاملة عن الفهم الاستثماري

الذي لا يبخل "بافيت" بدوره بإطلاع الآخرين عليه؛ أي للآخرين الذين هم على استعداد للقيام بواجباتهم وتعلم كل ما في وسعهم، وذلك بعقل نشط وقوي

ومتفتح.

وفي الاجتماع السنوي الذي عقده شركة بيركشاير هاثاواي عام ١٩٩٥، قال " تشارلي مانجر": "كم هو غير عادي مدى مقاومة بعض الناس أن يتعلموا شيئًا

جديدًا"، وأضاف "بافيت" قائلاً: "ما يثير الدهشة حقًا هو مدى مقاومتهم حتى عندما يكون ذلك في مصلحتهم الذاتية للتعلم"، ثم واصل "بافيت" لإبراز صورة

أكثر تجسيدًا للوضع قائلاً: "هناك مقاومة غير معقولة سواء للتفكير أو للتغيير، واستشهدت ذات مرة بقول الفيلسوف "برتراند راسل": "يفضل معظم الناس

الموت على التفكير، وقد فعل الكثيرون ذلك بالفعل"، ومن الناحية المالية، فهذا صحيح تمامًا.

منذ أن كتبت هذا الكتاب من ٢٠ عامًا، استمر ارتفاع صوت ضجيج سوق الأسهم، وكلما ظننت أنه لن يكون بمقدوره أن يعلو عن ذلك، فإن صوت هذا الضجيج

يتحول إلى صرير يصم الأذان؛ حيث يتسابق المعلقون، والكتاب المليون، والمحللون، وأصحاب إستراتيجيات السوق في الإدلاء بتصاريح، وكلهم يتنافسون على

جذب انتباه المستثمرين، أما الإنترنت فهو أعجوبة معلوماتية، والكل مجمع على ذلك، كما أنه أعطى أي شخص لديه رأي مالي حرية الوصول إلى الناس، بل

يمكننا القول إنه أعطاه منصة مجانية. ونتيجة لذلك، صرنا جميعًا غارقين في المشورة المالية.

ومع ذلك، وعلى الرغم من هذا السيل من المعلومات، فإن المستثمرين يعانون من أجل تحقيق ربح، بل يجد بعضهم صعوبة بالغة حتى في أن يستمروا على

وضعهم؛ حيث ترتفع أسعار الأسهم بسرعة الصاروخ دون أسباب تذكر، ثم تهبط بالسرعة نفسها، فصار الناس الذين تحولوا إلى سوق الأوراق المالية للاستثمار

من أجل تعليم أبنائهم أو حتى من أجل تقاعدهم في حيرة من أمرهم؛ حيث يبدو أن السوق لا إيقاع لها ولا مبرر لما يحدث فيها، سوى الحماسة.

وتتربع حكمة " وارن بافيت " ومشوراته متجاوزة جنون السوق، وفي بيئة يبدو أنها تعمل لصالح المضارب وضد المستثمر، قد أثبتت مشورة "بافيت"، يومًا بعد يوم،

أنها ملاذ آمن للملايين من المستثمرين التائهين. وفي بعض الأحيان سوف يصيح المستثمرون الواقعون في حيرة من أمرهم قائلين: "لكن الأمر مختلف هذه المرة!"،

وقد يكونون على حق في بعض الأحيان؛ لأن السياسة تفجر مفاجآت، ويكون للاقتصاد رد فعل على ذلك، وتنعكس أصدائها على سوق الأسهم بشكل مختلف

قليلاً، فتولد شركات جديدة بينما تكبر أخرى، وتتطور الصناعات وتتأقلم، فالتغيير مستمر،

ولكن مبادئ الاستثمار المبينة في هذا الكتاب تبقى راسخة؛ حيث قال

"بافيت" ذات مرة على سبيل الدعابة: "هذا هو السبب في تسميتها بالمبادئ".

وفيما يلي درس موجز وبلغ من التقرير السنوي لعام ١٩٩٦: "ينبغي أن يكون هدفك ببساطة كمستثمر هو أن تشتري بسعر معقول، وفائدة جزئية في عمل يسهل

فهمه، ومن المؤكد أن ترتفع أرباحه أكثر على نحو ملموس، في غضون خمسة، أو عشرة، أو عشرين عامًا من الآن، ولن تجد مع مرور الوقت سوى عدد قليل من

الشركات التي تلبى تلك المعايير؛ لذلك عندما تجد شركة مستوفاة تلك المعايير، يجب عليك شراء كمية كبيرة من أسهمها".

ومهما كان مقدار الأموال المتاحة لديك للاستثمار، ومهما كانت الصناعة أو الشركة التي تهتم بها، فلن يمكنك أن تجد معيارًا أفضل من ذلك.

روبرت جي. هاجستروم

فيلانوف، بنسلفانيا

أكتوبر ٢٠١٣

2

الفصل الأول حالة نادرة : أعظم مستثمر في العالم

قال "بافيت" بابتسامة خبيثة: "هيئ نفسك"، بينما كان جالسًا في مانهاتن في غرفة الجلوس صباح أحد أيام الربيع برفقة أعز صديقاته وأقدمهن "كارول

لوميس"، وهي الكاتبة الأكثر مبيعًا على قوائم نيويورك تايمز، والصحفية الحاصلة على جوائز عدة، والمحرة الحرة بمجلة فورتشن التي تعمل بها منذ عام ١٩٥٤،

وتعتبر الخبير المقيم بالمجلة لكل ما يتعلق بـ "وارن بافيت"، ومن المعروف جيدًا بين من

يعتبرون "بافيت" قدوة لهم أنها كانت أيضًا تقوم بتحرير التقارير السنوية

لشركة بيركشاير هاثاواي منذ عام ١٩٧٧.

وفي ذلك اليوم من ربيع عام ٢٠٠٦، أخبر "بافيت" "كارول" بأنه قد غيّر تفكيره بشأن كيفية توزيع ثروته من أسهم بيركشاير هاثاواي وموعد ذلك، ومثل معظم

الناس، عرفت "كارول" أن "بافيت" بعد تخصيصه قدرًا ضئيلاً من ثروته لأطفاله الثلاثة، سيترك ٩٩٪ من ثروته للجمعيات الخيرية، ولكن كان الجميع يعتقد

دومًا أنه سيتبرع بها إلى مؤسسة بافيت التي أنشأتها زوجته الراحلة "سوزان"، ولكنه الآن يخبر "كارول" بأنه قد غيّر رأيه، قائلاً: "أعرف ما أود القيام به، ومن

المنطقي أن أبدأ العمل" ١ .

لذلك في ٢٦ يونيو عام ٢٠٠٦، وقبل وقت قصير من الغداء، تقدم "وارن بافيت"، الذي كان آنذاك ثاني أغنى رجل في العالم، ووقف أمام الميكروفون داخل مكتبة

نيويورك العامة، فحياه الجمهور الذي يضم المئات من أثرياء المدينة، واستقبلوه بحفاوة بالغة وتصفيق حار. وبعد إلقائه بضع كلمات وجيزة، أدخل "بافيت" يده

إلى جيب سترته، وأخرج خمس رسائل، تتضمن كل واحدة منها طريقة توزيعه ثروته، في انتظار توقيعه عليها فحسب. وكان أمر الرسائل الثلاث الأولى سهلاً؛

فقد وقّع عليها بمجرد كلمة "والدكم" فحسب، ثم سلمها إلى أولاده: ابنته "سوزي"، وابنه البكر "هاورد"، وابنه الثاني "بيتر"، أما الرسالة الرابعة، فسلمها إلى

ممثل المؤسسة الخيرية التابعة لزوجته الراحلة، وتتعهد هذه الرسائل الأربع بالتبرع بإجمالي مبلغ قدره ٦ مليارات دولار ٢ .

أما الرسالة الخامسة فكانت تحمل المفاجأة؛ حيث وقع "بافيت" عليها، وسلمها إلى زوجة الرجل الوحيد على كوكب الأرض الذي كان أغنى منه، وهو "بيل

جيتس". ومع هذه الرسالة الأخيرة، تعهد "بافيت" بالتبرع بأكثر من ٣٠ مليار دولار من أسهم شركة بيركشاير هاثاواي لأكبر منظمة خيرية في العالم، وهي

مؤسسة بيل وميليندا جيتس. وقد كان هذا المبلغ هو أكبر مبلغ من المال تم التبرع به من قبل على الإطلاق، وهو ما يزيد على عدد المساهمات التي قدمها "أندرو

كارنيجي" (٧.٢ مليار دولار عند حسابها بالقيمة الحالية للدولار)، أو "جون دي. روكفلر" (٧.١ مليار دولار)، أو "جون دي. روكفلر الابن" (٥.٥ مليار دولار).

وفي الأيام التي تلت ذلك، أثار هذا سيلاً من الأسئلة التي لا تحصى؛ فهل كان "بافيت" مريضاً، أو ربما كان يحتضر؟ رد على ذلك قائلاً: "لا، على الإطلاق، بل أشعر

بأنني في أحسن حال". هل كان لرحيل زوجته أية علاقة بقراره؟ اعترف "بافيت" قائلاً: "نعم". من المعروف جيداً أن "سوزي" كانت سترث ثروة "بافيت"، وتمنحها

مؤسسة "بافيت"، وأضاف قائلاً: "لو كانت بيننا، لأعجبها هذا الإجراء، فقد كانت خائفة قليلاً من أمر توسيع نطاق المؤسسة، لكنها كانت سترغب في القيام

بذلك، وكان من الممكن أن تصبح جيدة للغاية في ذلك" ٣ .

ولكن بعد وفاة زوجته، غيّر "بافيت" رأيه، وأدرك أن مؤسسة بيل وميليندا جيتس كانت مؤسسة رائعة، مؤهلة بالفعل للتعامل مع المليارات من الدولارات التي

كان "بافيت" سيتبرع بها لها، وقال: "لأنهم لن يبذلوا جهوداً مضنية مثل التي كانت ستبذلها مؤسسة بافيت في سبيل مساعدة عدد هائل من الناس، فمن ثم

سيمكنهم استخدام أموالهم على نحو فعّال الآن، فما الذي يمكن أن يكون أكثر منطقية، في ما ترغب في القيام به، من العثور على شخص مؤهل على نحو أفضل

منك للقيام بذلك؟" ٤ .

وكان هذا تصرفاً ينم عن جوهر شخصية "بافيت" تماماً، حيث تسود العقلانية تصرفاته.

ويذكرنا "بافيت" في بيركشاير هاثاواي بأن هناك عشرات من المديرين

الذين لديهم قدرة على إدارة شركته بشكل أفضل كثيرًا مما يستطيع هو، وبالمثل فإن مؤسسة بيل وميليندا جيتس ستؤدي عملاً أفضل في إدارة أعماله الخيرية أكثر مما كان سيستطيع هو القيام به بنفسه.

وقال "بيل جيتس" عن صديقه: "سوف نتذكر وارن ليس كأكبر مستثمر فحسب، وإنما كأكبر مستثمر في العالم لأعمال الخير" ٥. وهذا بالتأكيد سيكون صحيحًا،

ولكن من المهم أن نتذكر أن الخير الذي سيقوم به سخاؤه الخيري لم يكن ممكنًا في المقام الأول إلا من خلال مهاراته الاستثمارية التي لا مثيل لها. وعندما سلم

"بافيت" الرسالة والشيك الذي يحمل مبلغ ٣٠ مليار دولار إلى "ميليندا جيتس"، تذكرت على الفور مرة أخرى شيئًا آخر كتبه قبل ٥٠ عامًا بمبلغ ١٠٠ دولار، كان باكورة استثماره في شركة بافيت بارتريشيب المحدودة.

كان "بافيت" يقول دائمًا إنه محظوظ؛ حيث كانت احتمالات نجاحه بسبب ولادته في فترة الكساد الكبير عام ١٩٣٠ في الولايات المتحدة كانت بنسبة ١:٣٠ تقريبًا، كما

اعترف بأنه لم يكن يمكنه العدو بسرعة، ولذا فلن يصير أبدًا لاعب كرة قدم جيدًا، وعلى الرغم من مواهبه في العزف على أوتار القيثارة كذلك، فإنه لم يصبح في

يوم من الأيام عازف كمان في إحدى الحفلات الموسيقية، لكنه قد "ولد بسمات معينة" من شأنها أن تسمح له "بالازدهار في المجال الاقتصادي الرأسمالي من خلال

الكثير من العمل" ٦ .

وقال "بافيت": "إن ثروتي قد تكونت من مزيج من العيش في أمريكا، والفائدة المركبة، وبعض الجينات المميزة التي كنت محظوظًا بأن أولد بها؛ حيث تضاعف

حظي بعيشي في نظام السوق الذي ينتج أحياناً نتائج مشوهة، على الرغم من أنه يخدم بشكل عام بلدنا على نحو جيد". ومن أجل وضع كل شيء في نصابه

الصحيح، يذكرنا "بافيت" بكل تواضع بأنه كان يعمل "في اقتصاد يكافئ الشخص الذي ينقذ حياة الآخرين في ساحة المعركة الميدالية، ويكافئ المعلم العظيم

برسائل الشكر من الآباء والأمهات، بينما يكافئ أولئك الذين يمكنهم كشف سوء تسعير الأوراق المالية بمبالغ تصل إلى المليارات"، وقد سمى ذلك بالتوزيع

العشوائي للامتيازات ٧ .

قد يكون ذلك صحيحًا، ولكن في رأبي أن "بافيت" قد رسم مستقبله الخاص متحدثًا الظروف، ولم يسمح لها بتشكيل مستقبله، وهذه هي القصة التي تشرح

كيف أصاب " وارن بافيت" في اتخاذ القرارات الصحيحة في حياته، حيث كان لها عظيم الأثر في جعل حظه سعيدًا.

التاريخ الشخصي وبدايات الاستثمار

ولد "وارن إدوارد بافيت" في ٣٠ أغسطس عام ١٩٣٠، في مدينة أوماها بولاية نبراسكا. وكان أحد أبناء الجيل السابع من عائلة "بافيت" الذين كانت أوماها مسقط

رأسهم. افتتح أول أفراد عائلة "بافيت" ممن استقروا بولاية نبراسكا محل بقالة عام ١٨٦٩، كما كان جد "بافيت" يدير محل بقالة أيضاً، وقام بتوظيف الشاب "

تشارلي مانجر"، الذي أصبح نائب رئيس مجلس إدارة شركة بيركشاير هاثاواي في المستقبل. وكان "هاورد" والد "بافيت" يعمل مصرفياً وسمساراً للأوراق المالية

المحلية، وقد أصبح فيما بعد عضواً في الكونجرس، تابعاً للحزب الجمهوري.

وقيل إن " وارن بافيت" كان مفتوناً بالأرقام منذ نعومة أظفاره، وربما يكون ذلك مبالغة، ولكن من المعروف من مصادر موثوقة أنه قبل أن يدخل رياض الأطفال

كان بالفعل عبارة عن آلة حاسبة. فكان يجلس هو وصديقه المفضل "بوب راسل" في شرفة منزل عائلة "راسل"، على غرار الصبية الصغار، يسجلان أرقام لوحات

السيارات التي تمر أمامهما، وعندما يحل الظلام، يدخل هو و"بوب" إلى الداخل، ويفرشان جريدة أوماها وورلد هيرالد على الأرض، ويعدان عدد المرات التي ظهر

فيها كل حرف في الجريدة، ثم يقومان بتدوين حساباتهما في سجل القصاصات، كأنها معلومات سرية للغاية.

وحصل "بافيت" الصغير على واحدة من أكثر الألعاب التي يعتز بها من عمته "أليس"، التي كانت مولعة جداً بابن أخيها غريب الأطوار، مع أنه محبوب للغاية،

فقدت إليه عرضاً لا يقاوم، وهو: إذا وافق على أكل طبق الهليون، فسوف تعطيه ساعة إيقاف. كان "بافيت" مفتوناً بجهاز العد الدقيق هذا، واستخدمه في

مشروعات لا حصر لها، وهو صبي صغير، مثل سباقات البلي؛ فكان يستدعي شقيقته في

الحمام، ويملاً الحوض بالماء، ثم يوجههما لإسقاط الكرات الصغيرة في

أحد الأطراف، ومن تصل البلية الخاصة به إلى سداة الحوض أولاً يكون هو الفائز (مستفيدين من شكل الحوض المنحدر). كان "بافيت" يضبط ساعة التوقيت على

وضع الاستعداد، ويوقّت ويسجل كل سباق.

لكن جاءت الهدية الثانية من العممة "أليس" التي وجهت "بافيت" البالغ من العمر ست سنوات إلى اتجاه جديد؛ فلم تعد الأرقام تأسره فحسب، وإنما المال أيضاً.

وفي يوم رأس السنة، فتح "بافيت" هديته بحماس شديد وثبت على حزامه ما سيصير أغلى شيء يمتلكه، وهو حامل عملات معدنية مغلف بالنيكل، وسرعان ما

وجد العديد من الطرق للاستفادة منه على نحو جيد، فقام بوضع طاولة خارج منزله وبيع علكة تشكلتس لأي شخص يمر أمام المنزل، كما كان يذهب إلى المنازل

ويبيع العلكات والمشروبات الغازية، فقد كان يشتري ست زجاجات من مشروب الكوكاكولا من بقالة جده مقابل ٢٥ سنتًا، وكان يبيع الزجاجات الواحدة منها

مقابل نيكل (٥ سنتات): بتحقيق ٢٠٪ عائداً على الاستثمار، كما كان يبيع نسخًا من مجلة ساتر داي إيفيننج بوست ، ومجلة ليبرتي للمنازل، وكان يبيع في كل

عطلة نهاية الأسبوع الفيشار والبول السوداني في مباريات كرة القدم المحلية، وقد كان الشيء الذي رافقه خلال كل هذه المشروعات هو جهاز الصرافة الخاصة به،

فكان يأخذ بالدولار، ويعطيهم الفكة ٨ .

إن ما يبدو الآن كأنه طفولة سعيدة، أخذ منعطفًا مفاجئًا عندما عاد والد "بافيت" إلى البيت ذات ليلة لإبلاغ الأسرة بأن البنك الذي كان يعمل فيه قد أغلق، وأنه

قد فقد وظيفته، وأن مدخراتهم قد فُقدت. وبذلك وجد أخيرًا الكساد الكبير طريقه إلى أوماها؛ ما دفع جد "بافيت"، صاحب محل البقالة، إلى تقديم المال إلى

هاورد لإعانتة على دعم عائلته.

ولحسن الحظ، لم يدم الشعور باليأس طويلاً، فسرعان ما استعاد "هاورد بافيت" قوته، ووقف على قدميه، معلناً أن شركة بافيت سكلينيكاً أند كومباني قد فتحت أبوابها في سوق العمل في مبنى يونيون ستيت في شارع فرنام، وهو الشارع نفسه الذي سيشترى فيه "بافيت" يوماً ما منزلاً، ويبدأ شراكتة الاستثمارية. وكان تأثير الكساد الكبير، وإن لم يدم طويلاً، صعباً على عائلة "بافيت"؛ حيث انعكس بشكل كبير على الشاب "وارن"؛ فقد كتب "روجر لوينستين" في كتابه

بمعنوان Buffett: The Making of an

American Capitalist يقول: "لقد خرج من تلك

السنوات العصيبة التي واجهها في بداية حياته، وهو لديه دافع كبير

ليصبح من أثري الأثرياء، وفكر في ذلك قبل أن يبلغ من العمر خمس سنوات، ومنذ ذلك الوقت، لم يكف تقريباً عن التفكير في ذلك" ٩ .

وعندما أصبح "بافيت" في العاشرة من عمره، أخذه والده إلى نيويورك، وكان ذلك هو هدية "هاورد" لكل ابن من أبنائه في يوم ميلاده. قال "بافيت": "أخبرت

والدي بأنني أود رؤية ثلاثة أشياء وهي: شركة سكوت ستامب أند كوين للطوابع، وشركة ليونيل للقطارات، وسوق نيويورك للأوراق المالية" ١٠ . وتوجه "بافيت"

ووالده إلى شارع وول ستريت، بعد رحلة ليلية على متن القطار، حيث قابلا السيد "آت مول"، وهو عضو في بورصة الأوراق المالية، وتذكر "بافيت" قائلاً: "بعد

الغداء، جاء رجل معه صينية تحمل كل هذه الأنواع المختلفة من المشروبات، وقام بصنع مشروب للسيد مول، بعد أن انتقى الأنواع التي كان يريدتها، ففكرت في

نفسي، وقلت إن هذا هو لب الأمر. لن يكون الأمر أفضل من هذا؛ مشروب مصنوع

خصوصًا حسب الطلب " ١١ .

وفي وقت لاحق، قدم "هاورد بافيت" ابنه إلى "سيدني وينبرج"، وهو أحد الشركاء الرئيسيين في شركة جولدمان ساكس، الذي كان يعتبر آنذاك الرجل الأكثر

شهرة في وول ستريت. ووقف "بافيت" في مكتب وينبرج مبهورًا بالصور والوثائق المعلقة على الحائط، ولاحظ الرسائل الأصلية الموضوعة داخل إطار، والمعلقة على

جدران المكتب، وكان يعلم تمام العلم أنها كتبت من قبل أشخاص مشهورين. وبينما كان "هاورد" و"سيدني" يتحدثان عن القضايا المالية اليوم، كان "بافيت" غير

منتبه إليهما؛ حيث أخذ يتجول في مكتب "وينبرج" محددًا إلى التحف، وعندما حان وقت الذهاب، لف "وينبرج" ذراعه حول "بافيت"، وسأله مازحًا عن الأسهم

التي يفضلها. وقال "بافيت" وهو يستعيد هذه الذكرى: "ربما نسي هو أمر هذه الزيارة في اليوم التالي، ولكنني تذكرتها إلى الأبد" ١٢ .

حتى قبل أن يسافر "بافيت" إلى نيويورك، كان مفتونًا للغاية بالأسهم وسوق الأوراق المالية؛ ما جعله زائرًا كثير التردد على مكتب السمسرة الخاص بوالده، حيث

كان يحدق إلى شهادات الأسهم والسندات المعلقة على الحائط، تمامًا كما كانت الحال في مكتب "وينبرج". وفي كثير من الأحيان كان يهبط درجات السلم سريعًا

متجهًا مباشرة إلى شركة هاريس أبهام للسمسرة، فأصبح العديد من السماسرة مولعين بهذا الطفل المزعج الذي لم يكف قط عن طرح الأسئلة، كما كانوا

يسمحون ل"وارن" الصغير من وقت لآخر بكتابة أسعار الأسهم بالطباشير على السبورة.

وفي صباح كل يوم سبت، عندما كانت سوق الأوراق المالية تفتح طيلة ساعتين، كان "بافيت" يتجول مع عم أبيه "فرانك بافيت"، وعم والدته "جون باربر" في

مكتب السمسرة. كان "بافيت" يرى أن العم "فرانك" دائم المضاربة على انخفاض الأسعار،

والعم "جون" دائم التفاؤل والمضاربة على ارتفاع الأسعار، وكان كل

منهما يتنافس على جذب انتباه "بافيت" بالقصص التي يرويها عما سيحدث في العالم. وفي الوقت ذاته، كان "بافيت" يحدق مباشرة إلى مؤشر سهم ترانس

لوكس، محاولاً فهم أسعار الأسهم المتغيرة باستمرار، وفي نهاية كل أسبوع كان يقرأ عموداً في جريدة بارونز بعنوان "ترادير (أي المتداول في سوق الأوراق المالية)".

وبمجرد أن انتهى من قراءة جميع الكتب الموجودة في المكتبة الخاصة بوالده، قرأ كل الكتب عن الاستثمار الموجودة في المكتبة المحلية، وسرعان ما بدأ يضع رسماً

تخطيطياً للأسعار بنفسه، محاولاً فهم الأنماط الرقمية التي كانت تمر كالوميض أمام عينيه.

ولم يُفاجأ أحد عندما أعلن "بافيت" البالغ من العمر ١١ عامًا استعداداه لشراء أسهمه الأولى، ومع ذلك اندهشوا عندما أبلغ عائلته بأنه يريد استثمار ١٢٠ دولاراً قام

بإدخالها من بيع المياه الغازية والفول السوداني والمجلات؛ حيث قرر اختيار أسهم شركة سيتيز سيرفيس بريفيد، وهي أحد الأسهم التي كان يفضلها والده،

وحت أخته "دوريس" على الانضمام إليه، فاشتري كل منهما ثلاثة أسهم بقيمة استثمار تبلغ ١١٤.٧٥ دولار لكل منهما. درس "بافيت" الرسم البياني للأسعار،

فكان واثقاً باستثماره.

وفي ذلك الصيف انخفض سوق الأسهم المالية؛ ليصل إلى أدنى مستوى سنوي له في يونيو. شهد ابنا "بافيت" الصغيران انخفاض أسهمها بنسبة ٣٠٪، ولم يمر يوم

حتى كانت "دوريس" تضايق "وارن"، مؤنبة إياه لخسارتها؛ لذلك عندما عاد وارتفع سعر أسهم شركة سيتيز سيرفيس بريفيد إلى ٤٠ دولاراً للسهم، باع

"بافيت" حصتيهما بتحقيق أرباح تبلغ نسبة ٥ دولارات.

ولكن ما أثار استياء "بافيت" هو أن سعر أسهم شركة سيتيز سيرفيس بريفيد سرعان ما ارتفع عاليًا حتى وصل سعر السهم إلى ٢٠٢ دولار، وبعد العمولات،

حسب "بافيت"، يكون قد أضع أرباحًا بقيمة أكثر من ٤٩٢ دولارًا. فقد استغرق الأمر منه خمس سنوات لادخار ١٢٠ دولارًا، فرأى أنه قد أضع أرباح عشرين عامًا

من العمل، فكان ذلك بمنزلة درس مؤلم بالنسبة إليه، غير أنه كان درسًا قيمًا. وأقسم "بافيت" بأنه أولًا لن يجعل ما دفعه في شراء السهم يحيد به عن التفكير

في الهدف الرئيسي، وثانيًا لن يكتفي بالأرباح الصغيرة. وعندما بلغ "بافيت" الحادية عشرة من عمره، كان حصيفًا، وتعلم أهم درس في مجال الاستثمار وهو

الصبر. (المزيد عن هذه الميزة بالغلة الأهمية في الفصل السابع).

وفي عام ١٩٤٢، عندما كان "بافيت" في الثانية عشرة من العمر، انتخب والده عضوًا في الكونجرس الأمريكي، وانتقلت العائلة إلى واشنطن. وكان هذا التغيير صعبًا

بالنسبة إلى الولد الصغير، ونظرًا إلى ما شعر به من الأسى والحنين إلى مدينته، سمح له بالعودة إلى أوماها مدة عام، ليعيش مع جده وعمته "أليس"، وفي

العام التالي، عام ١٩٤٣، منح "وارن" واشنطن فرصة أخرى لتجربة العيش فيها.

مع عدم وجود شركات سمسة ليتجول في داخلها، تحول اهتمام "بافيت" تدريجيًا من سوق الأسهم متجهًا نحو مشروعات الأعمال الحرة، فكان يوزع جريدتين

في سن الثالثة عشرة وهما واشنطن بوست، وواشنطن تايمز هيرالد. وفي مدرسة وودرو ويلسون الثانوية، كوّن صداقة مع "دون دانلي"، الذي تأثر سريعًا

بحماس "بافيت" لكسب المال، فجمع الاثنان مدخراتهما واشترى آلات مستعملة خاصة بلعبة الكرة والدبابيس بمبلغ ٢٥ دولارًا، وأقنع "بافيت" الحلاق المحلي

بالسماح لهما بوضع الآلات في متجره مقابل حصوله على نصف الأرباح، وكانت النتيجة

أنهما ربحا بعد اليوم الأول من تشغيل الآلات، حيث وجدا مبلغ أربعة

دولارات في أول آلة لهما، وتوسعت شركتهما التي سميها شركة ويلسون كوين أوبريتيد كومباني لبيع الآلات التي تعمل بقطع النقود، بشراء سبع آلات أخرى،

وسرعان ما كان "بافيت" يعود إلى المنزل ومعه ٥٠ دولارًا في الأسبوع.

وبحلول الوقت الذي تخرج فيه "بافيت" من المدرسة الثانوية، بلغ إجمالي مدخراته من مختلف المشروعات ٩٠٠٠ دولار، وأعلن على وجه السرعة أنه لا يرى أي سبب

للذهاب إلى الكلية؛ لأنها ستعوق عمله على مشروعاته التجارية، ولكن والده رفض ذلك، وبحلول الخريف، وجد "بافيت" نفسه مسجلًا في كلية وارتون للأعمال

والشئون المالية بجامعة بنسلفانيا، وعلى الرغم من تركيز وارتون على الأعمال التجارية والشئون المالية، لم تُرق الجامعة إلى "بافيت"، فقد اعترف قائلًا: "لم تكن

تثير شيئًا في داخلي، ولم أتعلم الكثير منها" ١٣ ، فقد كان منهج وارتون يركز على الجوانب النظرية من الأعمال التجارية، ولكن ما كان "بافيت" مهتمًا به هو

الجوانب العملية من الأعمال التجارية؛ أي كيفية كسب المال. وبعد عامين في وارتون (١٩٤٧-١٩٤٩)، انتقل إلى جامعة نبراسكا، وأخذ ١٤ دورة في غضون عام واحد،

وتخرج في عام ١٩٥٠، ولم يكن قد بلغ العشرين من عمره بعد.

وبعد عودته إلى أوماها، أعاد "بافيت" اتصاله مجددًا بسوق الأوراق المالية، فبدأ جمع نصائح مفيدة استقاها من الوسطاء، واشترك في خدمات النشر، وعاد

مجددًا إلى رسوماته البيانية للأسعار، ودرس كتبًا عن التحليل الفني، وطبق نظام ماجي للنقاط والأرقام، وكل نظام آخر يمكنه التفكير به، في محاولة لمعرفة ما

سينجح معه، وبعد ذلك في أحد الأيام كان يتصفح الكتب في المكتبة المحلية، فصادف كتابًا صدر مؤخرًا بعنوان المستثمر الذكي 3 للكاتب " بنيامين جراهام"، فقال

عنه: "كان هذا الكتاب أشبه برؤية النور" ١٤ .

وقد تركت أطروحات "جراهام" عن الاستثمار، بما في ذلك أطروحة بعنوان (Security Analysis) (1934)، شاركه في كتابتها "ديفيد دود" - تركت أثرًا كبيرًا في

نفس "بافيت" للدرجة التي جعلته يغادر أوماها مسافرًا إلى نيويورك للدراسة مع "جراهام" في كلية الدراسات العليا لإدارة الأعمال في جامعة كولومبيا. وقد شدد

"جراهام" على أهمية فهم القيمة الذاتية لشركة ما، وأعرب عن اعتقاده أن المستثمرين الذين يحسبون هذه القيمة بدقة ويشترون أسهمًا أقل من قيمتها، يمكنهم

أن يحققوا أرباحًا في السوق، وقد وجد هذا النهج الرياضي صدى لدى "بافيت" بسبب حبه الأرقام.

كان فصل "جراهام" يضم ٢٠ طالبًا، وكان العديد منهم أكبر سنًا من "بافيت"، ويعمل بعضهم في وول ستريت، وكان هؤلاء العاملون في وول ستريت يجلسون في

المساء في فصل "جراهام" يناقشون أي الأسهم التي انخفضت قيمتها بشكل كبير، ثم يعودون في اليوم التالي إلى العمل، ويشترون الأسهم التي تم تحليلها في

الليلة السابقة، ويكسبون المال.

وسرعان ما اتضح للجميع أن "بافيت" هو ألمع الطلاب، فكثيرًا ما كان يرفع يده للإجابة عن سؤال "جراهام" قبل أن ينتهي من طرحه، وكان "بيل روين"، الذي

شارك "ريك كانيف" فيما بعد في تأسيس صندوق سيكويما الاستثماري، زميلًا له في الفصل نفسه، ويذكر أنه قد حدث تجاذب فوري بين "جراهام" و"بافيت"، أما

بقية الطلبة فكانوا مشاهدين في العادة ١٥ . وحصل "بافيت" على تقدير ممتاز، وهذه هي أول درجة امتياز يمنحها "جراهام" لطالب على مدى ٢٢ سنة من

وبعد تخرجه في جامعة كولومبيا، طلب "بافيت" من "جراهام" أن يمنحه وظيفة، ولكنه رفض، وآمله هذا الرفض في بادئ الأمر، ولكن قيل في وقت لاحق إن

الشركة فضلت ملء الوظائف الشاغرة في شركة جراهام نيومان بالمحللين من الأقليات، الذين كان ينظر إليهم باعتبار أنهم تتم معاملتهم بشكل غير عادل في وول

ستريت. وعاد "بافيت" إلى أوماها ولم تثبط عزمته، حيث انضم إلى شركة بافيت فالك، وهي شركة والده للسمسة في سوق الأوراق المالية، وسرعان ما انطلق إلى

العمل بقوة على ترشيح الأسهم التي استوفت معايير قيمة وفقاً لـ "جراهام". وبقي "بافيت" على تواصل مع "جراهام" طوال الوقت، وظل يرسل له أفكاره عن

الأسهم المالية فكرة تلو الأخرى، ثم في عام ١٩٥٤، نقل "جراهام" أخباراً تقول: إنه قد تم إلغاء الأولوية لتعيين الأقليات، وأنه قد صار هناك مقعد شاغر في شركة

جراهام نيومان إذا كان لا يزال مهتماً، فركب "بافيت" أول طائرة متجهة إلى نيويورك.

وخلال فترة عمله في شركة جراهام نيومان، أصبح "بافيت" مستوعباً تماماً نهج معلمه الاستثماري، وعين "جراهام" إلى جانب "بافيت" "والتر شلوس"، و"توم

ناب"، و"بيل روين"، ثم عمل "شلوس" في إدارة الأموال في شركة دابليو جي. إس. بارتنز ذات المسؤولية المحدودة لمدة ٢٨ عاماً. وكان "ناب" -الحاصل على شهادة

جامعية في الكيمياء من جامعة برنستون-شريكاً مؤسساً في شركة تويدي براون بارتنز، وشارك "روين" في تأسيس صندوق سيكويلا الاستثماري.

وكان "جراهام" بالنسبة إلى "بافيت" أكثر من مجرد معلم. يقول "روجر لوينستين": "كان جراهام هو أول من قدم خريطة موثوقة لهذا المجال المثير والمحظور في

أغلب الأحيان، وهو مجال سوق الأوراق المالية؛ حيث أرسى أساساً منهجياً لاقتناء الأسهم،

بعدما كان علمًا كاذبًا يشبه المقامرة فيما مضى " ١٦ . ومنذ الأيام التي

اشترى فيها "بافيت" البالغ من العمر أحد عشر عامًا أسهم شركة سيتيز سيرفيس بريفيرد، فإنه قد أمضى نصف حياته في دراسة أسرار سوق الأوراق المالية

وخبايها، فصارت لديه الآن إجابات. وكتبت "أليس شرودر"، مؤلفة كتاب
The Snowball: Warren Buffett and the Business of
Life قائلة: "كان رد

فعل وارن يشبه رجلًا كان يعيش في كهف مظلم طوال حياته، ولم يكن يستطيع فتح
عينيه من قوة ضوء شمس الحقيقة الساطع الذي يراه للمرة الأولى"، ووفقًا

ل"شرودر": "إن مفهوم بافيت الأولي عن الأسهم كان مستمدًا من الأنماط التي شكلتها
الأسعار التي وفقًا لها كان يتم تداول الأوراق، وقد فطن الآن إلى أن تلك
الأوراق كانت رمزًا للحقيقة الكامنة" ١٧ .

في عام ١٩٥٦، عقب عامين من قدوم "بافيت"، تم حل شركة جراهام نيومان، وقرر
"جراهام" -الذي كان يبلغ من العمر حينها واحدًا وستين عامًا- أن يتقاعد،

فعاد "بافيت" مرة أخرى إلى أوماها. وبفضل ما اكتسبه من معرفة من "جراهام"، وما
تلقاه من دعم مالي من العائلة والأصدقاء، أسس شراكة استثمارية

محدودة، وكان عمره آنذاك ٢٥ عامًا.

3

شركة بافيت بارتشرشيب المحدودة

انطلقت شركة بافيت بارتشرشيب بسبعة شركاء محدودين، ساهموا معًا بمبلغ قدره
١٠٥.٠٠٠ دولار، بدأ "بافيت"، وهو الشريك العام، بـ ١٠٠ دولار، وتلقى الشركاء

المحدودون نسبة ٦٪ سنويًا على استثماراتهم، ونسبة ٧٥٪ من الأرباح أعلى من هذا

المؤشر الاستثماري، وحصل "بافيت" على نسبة الـ ٢٥٪ الأخرى، ولكن هدف

الشراكة كان نسبياً، وليس مطلقاً. وكانت نية "بافيت"، التي أخبر بها شركاءه، أن يتفوق على مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة ١٠ نقاط مئوية.

وقد وعد "بافيت" شركاءه قائلاً: "سوف يتم اختيار استثماراتنا على أساس القيمة وليس الرواج، وأن الشراكة ستحاول الحد من خسارة رأس المال بشكل دائم

(وليس خسارة تسعيرية قصيرة الأجل) إلى الحد الأدنى" ١٨ . في البداية اشترت الشركة الأسهم العادية ذات القيمة المنخفضة استناداً إلى معايير "جراهام" الصارمة.

بالإضافة إلى ذلك اتبع "بافيت" إستراتيجية مراجعة الدمج، وهي إستراتيجية يتم فيها شراء أسهم وبيعها في آن واحد لشركتين مدمجتين لتحقيق أرباح غير محفوفة بالمخاطر.

وفي بدايات تأسيس الشركة، سجلت شراكة "بافيت" أرباحاً هائلة في السنوات الخمس الأولى (١٩٥٧-١٩٦١)، وهي الفترة التي ارتفع فيها مؤشر داو بنسبة بلغت

٧٥٪، ربحت فيها الشركة ٢٥١٪ (١٨١٪ للشركاء المحدودين)، وهكذا تفوق "بافيت" على مؤشر داو ليس بنسبة النقاط العشر المئوية التي وعد بها فحسب، وإنما بمتوسط ٣٥ نقطة مئوية.

ونظراً إلى ذبوع صيت "بافيت" على نطاق واسع، طلب منه المزيد من الناس إدارة أموالهم، وبينما ازداد عدد المستثمرين، تم تشكيل المزيد من الشراكات، حتى قرر

"بافيت" في عام ١٩٦٢ إعادة تنظيم كل شيء في شراكة واحدة؛ ما دفعه في ذلك العام إلى نقل مكتب الشراكة من منزله إلى كيويوت بلازا في أوماها، حيث لا يزال

مكتبه موجوداً هناك حتى اليوم، ثم قام "بافيت" في العام التالي بأحد أشهر استثماراته، التي أسهمت في تزايد شهرته المتنامية بالفعل.

وكانت واحدة من أسوأ فضائح الشركات في الستينيات من القرن العشرين، عندما اكتشفت شركة آلايد كروود فيجيتابل أويل للزيوت النباتية الخام، بقيادة " تينو

دي أنجليس"، أنه يمكن الحصول على قروض بناء على ما لدى الشركة من مخزون زيت السلطة، وذلك باستخدام حقيقة علمية واحدة بسيطة -هي أن الزيت

يطفو على سطح الماء-قام "دي أنجليس" بتزوير الأمر؛ حيث أنشأ مصفاة في نيوجيرسي، ووضع بها ١٣٩ خزانًا بارتفاع خمسة طوابق لتخزين زيت فول الصويا، ثم

ملاً الخزانات بالماء الذي تعلوه بضع أقدام فقط من زيت السلطة، وعندما وصل المفتشون لتأكيد المخزون، فإن موظفي شركة آلايد سيععدون إلى أعلى الخزانات،

ويغمسون عصا قياس، ويخبرون المفتشين الواقفين على الأرض برقم قياس خاطئ. وعندما ذاعت هذه الفضيحة، اكتشف أن بنك أوف أمريكا، وبنك ليومي،

وشركة أمريكان إكسبريس، وشركات تجارية دولية أخرى قد دعمت الشركة بأكثر من ١٥٠ مليون دولار في قروض احتيالية.

وكانت شركة أمريكان إكسبريس واحدة من أكبر نتائج هذه الفضيحة التي أصبحت تعرف فيما بعد باسم فضيحة زيت السلطة، وخسرت الشركة ٥٨ مليون

دولار، وانخفض سعر سهمها أكثر من ٥٠%. وإذا كان "بافيت" قد تعلم أي شيء من " بن جراهام"، فإن هذا الشيء هو: عندما يباع سهم شركة قوية بأقل من

قيمتها الذاتية، يجب التصرف بشكل حاسم.

كان "بافيت" على بينة من الخسارة التي تقدر ب ٥٨ مليون دولار، ولكن ما لم يكن يعرفه هو كيف نظر العملاء إلى تلك الفضيحة؛ لذا فقد تردد ذاهبًا إلى مطاعم

أوماها، وأخذ يلاحظ صناديق الدفع، فاكتشف أنه لم يكن هناك انخفاض في استخدام بطاقة أمريكان إكسبريس الخضراء الشهيرة، كما زار العديد من البنوك في

المنطقة، وعلم أن الفضيحة المالية لم يكن لها أي تأثير في بيع الشيكات السياحية من أمريكان إكسبريس.

وعقب عودته إلى مكتبه، استثمر "بافيت" على الفور ١٣ مليون دولار -أي ما يقدر بـ ٢٥٪ من أصول الشركة- في أسهم شركة أمريكان إكسبريس، وعلى مدى

العامين التاليين، تضاعف عدد الأسهم ثلاثة أضعاف، وحقق الشركاء أرباحًا هائلة، بلغت ٢٠ مليون دولار صافي ربح كل منهم؛ فكانت هذه الخطوة تحمل في

طياتها نهج "جراهام" ونهج "بافيت".

وفي البداية، حصر "بافيت" الشركة في شراء أوراق مالية ذات قيمة منخفضة، وبعض الإعلانات عن مراجعة الدمج، ولكن في السنة الخامسة، اشترى أول حصة

مسيطرة في شركة، وهي شركة ديمبستر ميل مانيفولفاكتشرينج لتصنيع المعدات الزراعية، ثم بدأ بعد ذلك في شراء أسهم شركة نسيج متعثرة في نيو إنجلاند تدعى

بيركشاير هاثاواي، وبحلول عام ١٩٦٥ كان هو المسيطر على الشركة.

وفي حساب التفاضل تعرف نقطة الانقلاب بأنها نقطة على منحنى يتغير عندها الانحناء من كونه زائدًا إلى الناقص، أو ناقصًا إلى الزائد، ويمكن أن تحدث نقاط

انقلاب أيضًا في الشركات، والصناعات، والاقتصادات، والأوضاع الجغرافية السياسية، وفي حياة الأفراد أيضًا. وأعتقد أن فترة الستينيات تبين أنها نقطة انقلاب في

حياة "بافيت"؛ حيث تطور "بافيت" من المستثمر إلى "بافيت" رجل الأعمال، كما أنها كانت فترة وصلت السوق فيها أيضًا إلى نقطة انقلاب. ومنذ عام ١٩٥٦، كانت

إستراتيجية التقييم التي حددها "جراهام"، واستخدمها "بافيت"، تهيمن على سوق

الأوراق المالية، ولكن بحلول منتصف الستينيات، كان هناك عهد جديد

يتكشف في الأفق، أطلق عليه سنوات "النمو النشط"، ويشير ذلك إلى الأسهم متنامية القيمة. لقد كان ذلك هو الوقت الذي بدأ فيه الطمع في قيادة السوق،

حيث تم صنع المال السريع، وفقده خلال السعي وراء أسهم ذات أداء عالٍ ١٩ .

وعلى الرغم من التحول الضمني في الحالة النفسية للسوق، فقد واصلت شركة بافيت بارتنرشيب تحقيق نتائج بارزة. وبحلول نهاية عام ١٩٦٦، كانت الشراكة قد

ربحت ١٠١٥٦٪ (٧٠٤٪ للشركاء المحدودين)، فكان ذلك بمنزلة شن هجوم خاطف على مؤشر داو، الذي ارتفع بنسبة ١٢٣٪ خلال الفترة نفسها. ومع ذلك، كان

"بافيت" يشعر بالقلق بشكل متزايد. بينما كانت السوق تتراقص على أوتار المبادئ التي حددها "جراهام"، ولم تكن الموسيقى الجديدة التي عزفت في سوق الأوراق

المالية ذات معنى بالنسبة إلى "بافيت".

وفي عام ١٩٦٩، قرر "بافيت" إنهاء الشراكة الاستثمارية، وقد وجد أن السوق تسودها المضاربات، كما أن هناك تزايداً في ندرة الأوراق المالية الجديرة بالاهتمام، التي

تباع بأقل من قيمتها الحقيقية. وبحلول أواخر الستينيات من القرن العشرين، هيمنت الأسهم متنامية القيمة على سوق الأوراق المالية. وكانت الشركات

الخمسون المفضلة متداولة الذكر على لسان كل مستثمر، وكانت الأسهم في شركات مثل أفون وبولارويد وزيروكس تتداول بأرباح تتراوح بين خمسين ومائة مرة.

وأرسل "بافيت" رسالة إلى شركائه يعترف فيها بأنه لا يجاري الفكر السائد في بيئة السوق الحالية، وأضاف قائلاً: "على أية حال، أنا واضح بشأن نقطة واحدة،

وهي: إنني لن أتخلي عن النهج السابق الذي أفهم منطقته، على الرغم من أنني أجد صعوبة في تطبيقه؛ لأن ذلك قد يعني التخلي عن أرباح كبيرة وسهل تحقيقها

على ما يبدو، لتبني نهج لا أفهمه تمامًا، ولم أمارسه بنجاح، ما قد يؤدي إلى خسارة دائمة فادحة لرأس المال" ٢٠ .

وقد حدد "بافيت" في بداية الشراكة هدفًا يتمثل في التفوق على مؤشر داو بمعدل ١٠ نقاط مئوية كل عام. وفي الفترة ما بين عامي ١٩٥٧ و١٩٦٩، نجح في التفوق على

مؤشر داو - ليس بنسبة ١٠ نقاط مئوية في السنة فحسب، وإنما بنسبة ٢٢ نقطة مئوية! وعندما تم حل الشراكة، وحصل المستثمرون على حصصهم، تم تعريف

بعضهم بالسندات البلدية، ونُصح آخرون بالاستعانة بمدير لإدارة أموالهم، وكان الشخص الوحيد الذي أوصى به "بافيت" هو "بيل روين"، زميله القديم في

جامعة كولومبيا. ووافق "روين" على إدارة بعض أموال الشركاء، وبذلك كان مولد صندوق سيكويلا الاستثماري. بينما أخذ أعضاء آخرون في الشراكة -بمن فيهم

"بافيت"- حصصهم في صورة أسهم شركة بيركشاير هاثاواي، وقد مُت حصة "بافيت" في الشراكة لتبلغ ٢٥ مليون دولار، وكان ذلك كافيًا ليصبح مسيطرًا على

بيركشاير هاثاواي.

وعندما حل "بافيت" الشراكة، اعتقد الكثيرون أن رجل "جهاز الصرافة" قد وُلّت أفضل أيامه، ولكن الحقيقة هي أنه قد بدأ من فوره.

بيركشاير هاثاواي

تأسست الشركة الأصلية، وهي بيركشاير كوتن مانيفاكشرينج، في عام ١٨٨٩. وبعد أربعين عامًا، اندمجت بيركشاير مع العديد من مصانع النسيج الأخرى؛ ما

أدى إلى إنشاء واحدة من أكبر الشركات الصناعية في إقليم نيويورك. وخلال هذه الفترة، استطاعت بيركشاير أن تنتج نحو ٢٥٪ من احتياجات البلاد من القطن،

واستهلكت ١٪ من السعة الكهربائية لنيويورك. وفي عام ١٩٥٥، اندمجت بيركشاير مع

هاثاواي مانيوفاكتشرينج، وتم تغيير الاسم فيما بعد إلى بيركشاير

هاثاواي.

ولكن مع الأسف كانت السنوات التي أعقبت الاندماج سنوات عصيبة، ففي أقل من ١٠ سنوات، انخفضت حقوق المساهمين بمقدار النصف، وتجاوزت الخسائر

الناجمة عن العمل ١٠ ملايين دولار. وخلال الأعوام العشرين التي تلت ذلك، عمل "بافيت" جنباً إلى جنب مع "كين تشايس"، الذي أدار مجموعة النسيج بشكل

مكثف، على تدوير مصانع النسيج في نيوجانلاند، لكن النتائج كانت مخيبة للآمال؛ حيث واجهت عائدات الأسهم صعوبة بالغة في الوصول إلى نسبة تفوق ١٠٪

فأكثر.

وبحلول السبعينيات، بدأ مساهمو بيركشاير هاثاواي في التشكيك في الحكمة من احتجاز الاستثمار في مجال المنسوجات، لكن "بافيت" لم يبذل أية محاولة لإخفاء

الصعوبات التي يواجهونها؛ ما دفعه إلى توضيح طريقة تفكيره في مناسبات عدة: كانت مصانع النسيج أكبر رب عمل في المنطقة، وكانت القوى العاملة فيها

تتشكل من فئة عمرية أكبر سنًا، تمتلك مهارات غير قابلة للنقل نسبيًا؛ كما قد أظهرت الإدارة درجة عالية من الحماس؛ والاتحادات العمالية متفهمة الأوضاع؛

والأهم من ذلك، كان "بافيت" يعتقد أن العمل في مجال النسيج يمكن أن يدر بعض الأرباح.

لكنه أوضح أنه يتوقع أن تحقق مجموعة المنسوجات عوائد إيجابية على النفقات الرأسمالية المتواضعة. وقال "بافيت": "لن أغلق أعمالاً ذات ربحية أدنى من المعدل

المتوسط لمجرد إضافة جزء من نقطة إلى عوائد شركاتنا، كما أشعر أيضًا بأنه من غير المناسب، ولو لشركة مربحة بشكل استثنائي، أن تمول عملية بمجرد أن يتبين

أنه من المتوقع أن تكون هناك خسائر لا تنتهي في المستقبل، وسيخالفني آدم سميث الرأي في اقتراحي الأول، وسيخالفني كارل ماركس الرأي في اقتراحي الثاني، أما الحل الوسط، فهو الوحيد الذي يشعرنى بالارتياح " ٢١ .

وعندما دخلت بيركشاير هاثاواي حقبة الثمانينيات من القرن العشرين، بدأ "بافيت" يدرك حقائق معينة. أولاً، الطبيعة الخاصة بالعمل في مجال المنسوجات جعلت احتمالية تحقيق عوائد عالية على الأسهم غير واردة، والمنسوجات عبارة عن سلع، والسلع بحكم تعريفها تواجه صعوبة في أن تتميز منتجاتها عن المنتجات المنافسة، فضلاً عن أن المنافسة الأجنبية التي تستخدم الأيدي العاملة الرخيصة تخفض هوامش الربح. ثانياً، من أجل استمرار القدرة على التنافس، فإن مصانع النسيج تتطلب تحسينات كبيرة في رأس المال، وهو احتمال مخيف في ظل تلك البيئة التضخمية، وينذر بكارثة إذا كانت عائدات الأعمال ضعيفة.

وواجه "بافيت" خياراً صعباً، وهو: إذا قدم مساهمات رأسمالية كبيرة إلى قسم المنسوجات من أجل استمراره في القدرة على المنافسة، فستحقق شركة بيركشاير عوائد ضعيفة على ما كان مُخططاً له لتوسيع قاعدة رأس المال، وإذا لم تتم إعادة استثمار رأس المال، فإن مصانع بيركشاير ستصبح أقل قدرة على المنافسة أمام

مصنعي المنسوجات المحليين الآخرين. وبغض النظر عما إذا كانت شركة بيركشاير قد أعادت استثمار رأس المال أم لا، فقد ظل لدى المنافسة الأجنبية ميزة عن طريق توظيف أيدي عاملة أرخص.

وبحلول عام ١٩٨٠، كشف التقرير السنوي عن أدلة تنذر بمستقبل غير مبشر لمجموعة النسيج؛ وفي تلك السنة، فقدت المجموعة مكانتها المرموقة الريادية في رسالة

الرئيس، وبحلول العام المقبل، لم يأتِ ذلك ر مجموعة النسيج في الرسالة على الإطلاق، ثم

جاء الأمر الحتمي: في يوليو ١٩٨٥ طوى "بافيت" صفحات مجموعة

النسيج، منهياً بذلك عملاً بدأ قبل نحو ١٠٠ عام.

وعلى الرغم مما واجه مجموعة النسيج من نواب، فإن التجربة لم تكن فاشلة فشلاً ذريعاً، أولاً فقد تعلم "بافيت" درساً قيماً عن تحول أوضاع الشركات، وهو

أنها نادراً ما تتغير إلى الأفضل. ثانيًا، قامت مجموعة النسيج في الواقع بتوليد رأسمالٍ كافٍ في السنوات الأولى لشراء شركة تأمين، وهذه قصة واعدة أكثر.

العمل في مجال التأمين

في مارس عام ١٩٦٧، اشترت شركة بيركشاير هاثاواي، بمبلغ ٨.٦ مليون دولار، الأسهم المتداولة لشركتي تأمين مقرهما في أوماها، وهما: شركة إندمنتي

للتعويضات، والشركة الوطنية للتأمين ضد الحريق والتأمين البحري، فكتبت السطور الأولى في قصة النجاح الهائلة لشركة بيركشاير هاثاواي.

ولتقدير قيمة هذه الظاهرة، من المهم إدراك القيمة الحقيقية لامتلاك شركة تأمين؛ حيث إن شركات التأمين أحياناً ما تكون استثمارات جيدة، وأحياناً لا تكون

كذلك، ومع ذلك، فهي دائماً أداة استثمارية رائعة؛ فحين يدفع حاملو وثائق التأمين الأقساط، يقدمون بذلك سيلاً متدفقاً من النقد، وتستثمر شركات التأمين

هذه النقدية حتى يتم تقديم المطالبات. وبسبب عدم التأكد من معرفة الموعد المحدد لهذه المطالبات، تختار شركات التأمين الاستثمار في الأوراق المالية السائلة،

وبصفة رئيسية في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت قصير الأجل، والسندات، والأسهم طويلة الأجل. وهكذا تملك " وارن بافيت" ليس اثنتين من الشركات ذات

الوضع الجيد والمعقول فحسب، وإنما أيضاً أداة فولاذية لإدارة الاستثمارات.

وفي عام ١٩٦٧، كان لدى شركتي التأمين محفظة سندات تبلغ قيمتها أكثر من ٢٤.٧ مليون

دولار، ومحفظة أسهم بقيمة ٧.٢ مليون دولار، وفي غضون عامين،

اقتربت المحفظة المجمعة من ٤٢ مليون دولار، وكان هذا يعتبر محفظة رائعة لجامع أسهم محنك مثل "بافيت". وقد شهد بالفعل بعض النجاح المحدود في إدارة

محفظة الأوراق المالية لشركة المنسوجات، وعندما تولى "بافيت" السيطرة على شركة بيركشاير في عام ١٩٦٥، امتلكت الشركة ٢.٩ مليون دولار من الأوراق المالية

القابلة للتداول. وبحلول نهاية السنة الأولى قام "بافيت" بزيادة حساب الأوراق المالية حتى وصل إلى ٥.٤ مليون دولار، وفي عام ١٩٦٧، كانت عائدات الدولار من

الاستثمار ثلاثة أضعاف عائد قسم المنسوجات كله، الذي كان له ١٠ أضعاف قاعدة رأس المال في محفظة الأسهم العادية.

وقد قيل إن "بافيت" عندما دخل مجال التأمين بعد خروجه من مجال النسيج، كل ما فعله هو استبدال سلعة بأخرى لا أكثر؛ فشركات التأمين تبيع، مثلها مثل

شركات النسيج، منتجًا لا يمكن تمييزه عن منتجات منافسيه، وسياسات التأمين موحدة، ويمكن نسخها من قبل أي شخص، ولا توجد علامات تجارية، أو

براءات اختراع، أو مزايا في الموقع، أو مواد خام تميز إحداها عن الأخرى؛ فمن السهل الحصول على ترخيص، ومعدلات التأمين هي كتاب مفتوح. وفي الغالب

تكون السمة الأكثر تمييزًا لشركة التأمين في كثير من الأحيان هي موظفيها، وتؤثر جهود فرادى المديرين تأثيرًا هائلًا في أداء شركة التأمين. وعلى مر السنوات،

أضاف "بافيت" العديد من شركات التأمين إلى مجموعة شركات التأمين التابعة لشركة بيركشاير، وتعتبر شركة جيكو الحكومية للتأمين على السيارات هي إحدى

الإضافات البارزة، التي صارت معروفة الآن بفضل حملة إعلانية ذكية. وبحلول عام ١٩٩١، امتلكت بيركشاير هاتاواي ما يقرب من نصف الأسهم العادية المتداولة

لشركة جيكو. وعلى مدى السنوات الثلاث التالية، استمر صعود الأداء الباهر للشركة؛ وكذلك فوائد "بافيت". وفي عام ١٩٩٤، أعلنت شركة بيركشاير أنها تملك

٥١٪ من الشركة، وبدأت مناقشة جادة حول انضمام جيكو إلى عائلة بيركشاير، وبعد عامين وقّع "بافيت" شيكًا بمبلغ ٢.٣ مليار دولار، وأصبحت شركة جيكو شركة مملوكة بالكامل لشركة بيركشاير.

ولم يكتفِ "بافيت" بهذا فحسب، ففي عام ١٩٩٨، دفع سبعة أضعاف المبلغ الذي أنفقه لشراء باقي الأسهم المتداولة لشركة جيكو - وكان نحو ١٦ مليار دولار من أسهم بيركشاير هاتاواي - وذلك من أجل شراء شركة إعادة التأمين التي تسمى جنرال ري، وكان ذلك أكبر مبلغ دفعه في شراء شركة ما حتى ذلك التاريخ.

وعلى مر السنين، واصل "بافيت" شراء شركات التأمين، ولكن دون أدنى شك، كانت أذكي خطوة قام بها، هي توظيف شخص يدعى "أجيت جين"، الذي عينه

لإدارة مجموعة بيركشاير هاتاواي لإعادة التأمين. وقد حصل "أجيت"، الذي ولد في عام ١٩٥١، على شهادة الهندسة من المعاهد الهندية للتكنولوجيا المرموقة،

وعمل في شركة آي بي إم مدة ثلاث سنوات، ثم التحق بجامعة هارفارد للحصول على شهادة في إدارة الأعمال.

وعلى الرغم من أن "أجيت" لم تكن لديه خلفية عن مجال التأمين، فسرعان ما أدرك "بافيت" ألمعيته، ومنذ بداية عام ١٩٨٥، قام "أجيت" بزيادة قيمة المبالغ المالية

المحصلة لمجموعة بيركشاير هاتاواي لإعادة التأمين (تم تحصيل أقساط التأمين مع عدم دفع التعويضات عن الخسائر) إلى ٣٤ مليار دولار في أقل من ٢٠ عامًا.

ووفقًا لرأي "بافيت"، فإن "أجيت" يتحمل مسؤولية المخاطر التي لا يرغب أحد في تحملها، ولا يخاطر أحد برأسماله فيها؛ حيث إن عمله يجمع بين القدرة،

والسرعة، والحسم، والأهم من ذلك، أن عقله يتصرف بطريقة فريدة من نوعها في مجال التأمين " ٢٢ . ولم يكن يمر يوم دون أن يتجاذب "بافيت" و"أجيت"

أطراف الحديث؛ ولإعطائك فكرة عن قيمة "أجيت" كتب "بافيت" في تقرير بيركشاير السنوي عام ٢٠٠٩ قائلاً: "إذا كنت أنا وتشارلي وأجيت على متن مركب يغرق،

ولن يكون بوسعك إلا إنقاذ فرد واحد منا فحسب، فلتنقذ أجيت".

الرجل وشركته

ليس من السهل وصف شخصية " وارن بافيت"، فقد كان شخصاً ذا شكل عادي من الناحية الجسمانية، وكانت نظراته أقرب إلى نظرات الجد، أكثر من قربها من

رجل أعمال كبير؛ أما من الناحية الفكرية، فيعتبر عبقرياً، كما كان يتعامل مع الناس بمنتهى التواضع وعدم التعقيد، فهو بسيط، وصریح، ونزيه، وصادق،

كما كان يتمتع بمزيج رائع من السخرية الراقية، وحس الدعابة البسيط، كما يكن احتراماً شديداً لتلك الأمور المنطقية، لكنه يكره كثيراً الأفعال البلهاء الساذجة،

وهو يتبنى البساطة، ويتحاشى التعقيد.

بقراءة تقاريره السنوية، لاحظنا كم كان "بافيت" مرتاحاً في استخدامه عبارات من الكتب الدينية، وأقوالاً من " جون مينارد كينز"، أو " ماي ويست"، وبالطبع

فإن الكلمة التي ينبغي أن تكون محور التركيز هنا هي كلمة قراءة، فكل تقرير عبارة عن ٦٠ أو ٧٠ صفحة تزخر بالمعلومات: لا توجد صور، أو رسومات بيانية ملونة،

أو جداول بيانية، وأولئك المنضبطون بما يكفي للشروع في القراءة من الصفحة رقم ١ والاستمرار دون انقطاع تتم مكافأتهم بتلقي قدر كبير من الحنكة المالية

والدعابة، وعدم التكلف والصراحة المطلقة. كان "بافيت" شديد الصراحة في تقاريره، ويشدد على كل من الإيجابيات والسلبيات للشركات التابعة لبيركشاير

هاثاواي، ويرى أن الأشخاص الذين يملكون أسهمًا في بيركشاير هاثاواي هم أصحاب الشركة، ويصارعهم بما كان يحب أن يصارح به إذا كان في مكانهم.

وتعتبر الشركة التي يديرها "بافيت" تجسيدًا لشخصيته، وفلسفته التجارية (التي تتطابق مع فلسفته الاستثمارية)، وأسلوبه الفريد، وتعتبر شركة بيركشاير

هاثاواي ذات هيكل مركب، لكنه ليس معقدًا، حيث هناك جزآن رئيسيان فقط، المنشآت التجارية العاملة، ومحفظة الأسهم، وقد أصبح من الممكن تحقيقهما

من خلال أرباح الشركات غير التأمينية، والمبالغ المالية المحصلة من الشركات التأمينية، ويمثل كل ذلك طريقة "وارن بافيت" الواقعية في النظر إلى الشركات التي

يفكر في شرائها كلها، أو شركة يقوم بتقييمها لشراء أسهم عادية بها، أو إدارة شركته الخاصة.

واليوم، تنقسم شركة بيركشاير هاثاواي إلى ثلاث مجموعات رئيسية: عمليات التأمين، والشركات التجارية المنظمة ذات الكثافة الرأسمالية، التي تشمل شركة

ميد أمريكان إينرجي للطاقة، وشركة برلنجتون نورذرن سانتا في للسكك الحديدية، وعمليات التصنيع، وتقديم الخدمات، وعمليات البيع بالتجزئة، إلى جانب

منتجات تبدأ من حلوى الأطفال إلى الطائرات النفاثة، وبشكل إجمالي درّت هذه الشركات، في عام ٢٠١٢، أرباحًا تقدر ب ١٠.٨ مليار دولار لشركة بيركشاير هاثاواي

مقارنة بالأرباح التي تقدر ب ٣٣٩ مليون دولار التي حققها "بافيت" رجل الأعمال عام ١٩٨٨. وفي نهاية عام ٢٠١٢، بلغت قيمة استثمارات شركة بيركشاير هاثاواي في

السوق ٨٧.٦ مليار دولار مقابل أساس تكلفة يقدر ب ٤٩.٨ مليار دولار، ومنذ خمسة وعشرين عامًا، في عام ١٩٨٨، صارت لدى المستثمر "بافيت" محفظة بقيمة ٣

مليارات دولار مقابل أساس تكلفة يقدر ب ١.٣ مليار دولار.

وعلى مدى السنوات الثماني والأربعين الماضية، ابتداءً من عام ١٩٦٥، ذلك العام الذي سيطر فيه "بافيت" على شركة بيركشاير هاثاواي، قد نمت القيمة الدفترية

للشركة من ١٩ دولارًا إلى ١١٤.٢١٤ دولار للسهم الواحد، وهي مكاسب سنوية مضاعفة بنسبة ١٩.٧٪، خلال تلك الفترة، وارتفع مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ بنسبة

٩.٤٪، بما في ذلك الأرباح، وهو ما يمثل نسبة ١٠.٣٪ من الأداء النسبي المكتسب لما يقرب من خمسة عقود. وكما قلت في وقت سابق، عندما أغلق رجل "جهاز

الصرافة" شركة بافيت بارتز شيب كانت هذه مجرد البداية والرحلة ما زالت في أولها.

حالة نادرة

وقد ناقش الأكاديميون وخبراء الاستثمار سنوات عديدة مدى صحة ما أصبح يعرف باسم نظرية السوق الكفاء. وهذه النظرية المثيرة للجدل تشير إلى أن تحليل

الأسهم هو مضيعة للوقت؛ لأن جميع المعلومات المتاحة تنعكس بالفعل في الأسعار الحالية، كما أن مؤيدي هذه النظرية يزعمون، على سبيل المزاح نوعًا ما، أن

خبراء الاستثمار يمكنهم رمي السهام على صفحة من أسعار الأسهم واختيار الأسهم الرابحة من بينها بالقدر نفسه الذي نجح فيه المحلل المالي في اختيارها، حيث يمضي ساعات في التحديق وقراءة آخر تقرير سنوي، أو بيان ربع سنوي.

ومع ذلك، فإن نجاح بعض الأفراد الذين يتفوقون على المؤشرات باستمرار - الذي كان أبرزهم "وارن بافيت" - يشير إلى أن نظرية السوق الكفاء معيبة، ولكن كان

رد الباحثين في نظرية السوق الكفاء بأن النظرية ليست هي المعيبة، بل قالوا إن الأشخاص مثل "بافيت" هم حالة نادرة، أي ظاهرة إحصائية نادرًا ما تحدث تقريبًا

٢٣ . وسيكون من السهل تأييد أولئك الذين يدعون أن "بافيت" هو إحصائية نادرة لم يقتر أحد من تكرار أدائه الاستثماري، سواء أكانت النتائج التي حققتها

شركة "بافيت" على مدى ثلاثة عشر عامًا من شركة بارتنرشيب أو ما يقرب من خمسة عقود في سجل الأداء في شركة بيركشاير هاثاواي. وعند تقييم نتائج كل خبراء الاستثمار تقريبًا، نلاحظ عدم قدرتهم على التفوق على المؤشرات الرئيسية مع مرور الوقت، وذلك يثير السؤال التالي: هل سوق الأوراق المالية لا يمكن مواجهتها فعلاً، أم الأمر يتعلق بالأساليب التي يستخدمها معظم المستثمرين؟ وأخيراً، دعونا نفكر في كلمات "بافيت"، حيث قال: "إن ما نقوم به لا يستعصي على كفاءة أي شخص آخر القيام به، فأنا أشعر بالشعور ذاته تجاه الإدارة والاستثمار على حد سواء: فليس من الضروري القيام بأشياء استثنائية من أجل الحصول على نتائج استثنائية" ٢٤. وقد يرجع معظم الناس أفكار "بافيت" إلى أنها ليست إلا نتاج التواضع الذي يميز أهل وسط غرب أمريكا، ولكنني أؤمن بأفكاره التي تشكل محور هذا الكتاب.

الفصل الثاني: تعليم وارن بافيت

حتى هذا الشخص الذي يعتبر ظاهرة نادرة، صاحب الفكر القوي المذهل يجب أن يتعلم من أفكار من سبقوه في هذا المجال، حتى إن شخصاً مثل "بافيت" لا يمكنه الاستغناء عن تعلم مبادئ حرفته. إن تعليم "وارن بافيت"، كما سنرى، عبارة عن توليفة من ثلاث فلسفات استثمارية متميزة مستقاة من عقول ثلاث شخصيات قوية مؤثرة، وهي: "بنيامين جراهام"، و"فيليب فيشر"، و"تشارلي مانجر".

إن تأثير "جراهام" في "بافيت" معروف للغاية، بل يرى البعض في الواقع أنه كان له تأثير شامل فيه، ولا يدعو ذلك كثيراً إلى الاستغراب، بالنظر إلى التاريخ

المتشابه للرجلين؛ حيث كان "بافيت" في البداية قارئاً مهتماً بمطالعة كتابات "جراهام"، ثم أصبح طالباً له، وموظفاً لديه، ثم شريكاً له، وأخيراً نظيراً له؛

ف"جراهام" هو من شكل عقل "بافيت" غير المدرب، ومع ذلك، فإن أولئك الذين يعتبرون "بافيت" نتاج تعاليم "جراهام" وحده يتجاهلون تأثير اثنين من المفكرين

الماليين المرموقين الآخرين، وهما: "فيليب فيشر" و"تشارلي مانجر"، وسوف ندرس كلاً منهما في هذا الفصل.

بنيامين جراهام

يعتبر "جراهام" هو عميد التحليل المالي، فقد قال عنه " آدم سميث": "لم يكن لمهنة التحليل المالي وجود قبله، ولذا أطلقوا عليه هذا الاسم" ١ . وهو معروف اليوم

بعملين مشهورين وهما: Security Analysis ، الذي شاركه في تأليفه " ديفيد دود" ، ونشرت نسخته الأصلية في عام ١٩٣٤ ، وكتاب المستثمر الذكي 4 ، الذي

نشرت نسخته الأصلية في عام ١٩٤٩. ويعد جزء من أهمية كتاب Security Analysis المستمرة حتى اليوم هو توقيت تأليفه؛ فقد ظهر هذا الكتاب المؤثر بعد بضع

سنوات فقط من انهيار سوق الأوراق المالية عام ١٩٢٩، وهو حدث قد غير وجه العالم، وكان لهذا الكتاب تأثير كبير في المؤلف وفي أفكاره. وبينما سعى أكاديميون

آخرون إلى تفسير هذه الظاهرة الاقتصادية، كان "جراهام" يساعد الناس على استعادة وضعهم المالي الثابت، والمضي قدماً في مسار العمل المربح.

وقد حصل " بن جراهام" على درجة البكالوريوس في العلوم من جامعة كولومبيا عام ١٩١٤، وهو في سن العشرين. وكان يجيد اللغتين اليونانية واللاتينية، وكان

لديه اهتمام علمي بالرياضيات والفلسفة. ومع ذلك، وعلى الرغم من عدم تلقيه تعليماً تجارياً، بدأ العمل في وول ستريت، وكانت وظيفته الأولى ساعياً في شركة

نيوبرجر هندرسون أند لوب للسمسة، حيث كان يسجل أسعار السندات والأسهم على

السبورة مقابل ١٢ دولارًا في الأسبوع، ثم ارتقى من كونه ساعيًا إلى كتابة

التقارير البحثية، وسرعان ما أصبح شريكًا في الشركة. وبحلول عام ١٩١٩، وهو في سن الخامسة والعشرين، كان يحصل على راتب سنوي قدره ٦٠٠٠٠٠ دولار؛ أي ما

يقرب من ٨ ملايين دولار بقيمة الدولار عام ٢٠١٢.

وفي عام ١٩٢٦، أسس شركة "جراهام"، وهي شراكة استثمارية مع "جيروم نيومان"، وقد وظفت هذه الشركة "بافيت" بعد نحو ٣٠ عامًا. وقد نجت شركة جراهام

- نيومان من انهيار سوق الأوراق المالية عام ١٩٢٩، والكساد الكبير، والحرب العالمية الثانية، والحرب الكورية، قبل أن تحل الشركة في عام ١٩٥٦.

ويعرف قليل من الناس أن "جراهام" قد تحطم ماليًا بسبب انهيار ١٩٢٩، وذلك للمرة الثانية في حياته (فقد كانت المرة الأولى عندما توفي والده، وترك الأسرة دون

دعم وحماية مالية)، فعزم "جراهام" على إعادة بناء ثروته، وقد وجد مصدر الإلهام في جامعته الأم، حيث كان قد بدأ من فوره تدريس دورات ليلية بها في مجال

التمويل. وقد أتاحت الأوساط الأكاديمية لـ "جراهام" فرصة للتفكير وإعادة التقييم، وقد كتب "جراهام" مستعينًا بمساعدة "ديفيد دود" ومشورته، وهو أيضًا

أستاذ في جامعة كولومبيا، ما أصبح فيما بعد الدراسة الكلاسيكية عن الاستثمار المتحفظ.

وكانت لدى كل من "جراهام" و"دود" خبرة استثمارية تتجاوز السنوات الخمس عشرة، واستغرق الأمر منهما أربع سنوات للانتهاء من تأليف كتاب Security Analysis .

وعندما صدر الكتاب للمرة الأولى، في عام ١٩٣٤، كتب عنه "لويس ريتش" في صحيفة نيويورك تايمز قائلاً: "إنه ثمرة مكتملة، وناضجة، وشديدة

التدقيق وجديرة بالتقدير تمامًا من الاستقصاء الأكاديمي والحصافة العملية، وإذا كان لهذا التأثير أن يمارس دوره بنفسه، فإنه سيحدث عن طريق جعل عقل

المستثمر مُنصبًا على الأوراق المالية وليس على السوق". ٢

وفي الطبعة الأولى، كرس "جراهام" و"دود" اهتمامًا كبيرًا للانتهاكات التي ترتكبها الشركات، وكان لديهما الكثير من المعلومات عن هذه الانتهاكات. قبل إصدار

قانون الأوراق المالية عام ١٩٣٣، وقانون سوق الأوراق المالية عام ١٩٣٤، كانت معلومات الشركات غير كافية تمامًا، وغالبًا ما كانت مضللة. وكانت معظم الشركات

تأبى الكشف عن معلومات خاصة بالمبيعات، وكان تقييم الأصول في كثير من الأحيان موضع شك. كما تم استخدام معلومات مغلوبة عن الشركات للتلاعب في

أسعار الأوراق المالية، سواء أكان في الطرح الأولي للاكتتاب العام الأولية، أم الأسواق الثانوية. وبعد صدور قوانين الأوراق المالية، كانت إصلاحات الشركات بطيئة،

ولكنها مدروسة. وبحلول الوقت الذي ظهرت فيه الطبعة الثالثة من الكتاب في عام ١٩٥١، لم ترد إشارة إلى انتهاكات الشركات، بل تناول "جراهام" و"دود"

الحديث عن مشكلات العلاقات بين حملة الأسهم والإدارة، خاصة كفاءة الإدارة وسياسة توزيع الأرباح.

ويدور جوهر كتاب Security Analysis حول فكرة أن محفظة متنوعة يتم اختيارها بعناية من الأسهم العادية، تستند إلى أسعار معقولة، يمكن أن تشكل

استثمارًا سليمًا. ومن خلال خطوة متأنية تلو أخرى، يساعد "جراهام" المستثمرين على رؤية منطق نهجه.

والمشكلة الأولى التي واجهها "جراهام" هي عدم وجود تعريف عام موحد للاستثمار . واستشهد "جراهام" بمقولة القاضي "لويس برانديز" حينما قال: " الاستثمار

كلمة تحمل معاني كثيرة". وأشار "جراهام" إلى أن المسألة لا تدور حول ما إذا كانت الأداة هي الأسهم (ومن ثم تعتبر مضاربة بحكم تعريفه) أو السندات (ومن ثم

استثمار). ولا يمكن اعتبار السندات ضعيفة التأمين استثماراً لمجرد كونها سنداً. كما لا يمكن اعتبار سعر السهم الواحد الذي يقل عن صافي أصوله الحالية مضاربة

فقط لأنه سهم. وقال "جراهام": "المهم هنا هو هدفك من الأمر"، حيث إن شراء ورقة مالية بمال مقترض، على أمل تحقيق ربح سريع، ما هو إلا مضاربة، بغض

النظر عما إذا كانت الورقة المالية سنداً أم سهماً. وبالنظر إلى تعقيدات الأمر، اقترح "جراهام" تعريفه الخاص وهو: "إن عملية الاستثمار - بعد التحليل الدقيق -

هي عملية تعد بسلامة رأس المال، وتحقيق عائد مرضٍ، أما العمليات التي لا تفي بهذه المتطلبات، فهي مضاربة" ٣ ، وهذه العبارة البسيطة زاخرة بالأفكار

وتستحق اهتمامنا الدقيق.

أولاً، ماذا كان "جراهام" يعني بـ"التحليل الدقيق"؟ فقد بدأ بتعريف موجز له وهو: "الدراسة الدقيقة للحقائق المتاحة مع محاولة استخلاص النتائج منها استناداً

إلى المبادئ الثابتة والمنطق السليم" ٤ . ثم ذهب إلى ما هو أبعد من ذلك، واصفاً التحليل بعملية تتألف من ثلاث خطوات، وهي: (١) الوصف، (٢) الانتقاد، (٣) الانتقاء؛ وتتضمن المرحلة الأولى جمع كل الحقائق وتقديمها بطريقة حكيمة، وتتضمن المرحلة الثانية دراسة مزايا المعايير المستخدمة في نقل المعلومات: هل تم

تمثيل الوقائع بصورة عادلة؟ أما المرحلة النهائية فتتطلب من المحلل أن يصدر حكماً بشأن مدى جاذبية الأوراق المالية قيد الدراسة.

وبعد ذلك، يصر "جراهام" على أنه من أجل اعتبار الورقة المالية استثماراً، يجب أن يكون هناك شرطان، وهما: درجة من سلامة رأس المال، و معدل عائد مُرضٍ.

وفيما يتعلق بالمرحلة الأولى، نبه إلى أن السلامة ليست مطلقة؛ فإن وقوع حدث غير عادي أو غير محتمل بشكل كبير يمكن أن يحدث خللاً في أداء السندات الآمنة

أيضاً، ولكنه قال بدلاً من ذلك إن الاستثمار ينبغي أن يعتبر محميًا من التعرض للخسارة في ظل ظروف معقولة.

كما أن العائد المُرضي - وهو الضرورة الثانية - يتطلب الحذر أيضًا، لأن تعبير مُرضٍ ، كما أشار "جراهام" بشكل دقيق، هو مصطلح غير موضوعي يختلف تفسيره

من شخص لآخر، وقال إن العائد يمكن أن يكون أي مبلغ، حتى إن كان منخفضًا، ما دام المستثمر يتصرف بقدر من الذكاء، والتمسك بالتعريف الكامل

للاستثمار. ووفقًا لتعريف "جراهام"، فإن الشخص الذي يجري تحليلًا ماليًا دقيقًا يستند إلى المنطق السليم، ويقوم باختيار معدل معقول من العوائد، دون

المساس بسلامة رأس المال هو مستثمر، وليس مضاربًا.

وواصل "جراهام" طوال حياته المهنية انشغاله بقضايا الاستثمار والمضاربة. وشاهد في آخر أيام حياته وهو يشعر بخيبة أمل قيام المؤسسات الاستثمارية بأعمال

مضاربة واضحة، وبعد وقت قصير من الفترة التي استمرت فيها السوق الهبوطية بين عامي ١٩٧٣-١٩٧٤، دُعي "جراهام" إلى حضور مؤتمر للمديرين الماليين،

استضافه "دونالدسون"، و"لوفكين"، و"جينزيت"، وقد صدم بشدة مما سمعه. وقال: "لم أستطع فهم كيف وصلت الحال بإدارة الأموال من قبل المؤسسات من

الاستثمار السليم إلى سباق الفئران هذا؛ في محاولة للحصول على أعلى عائد ممكن خلال أقصر فترة" ٥ .

كانت مساهمة "جراهام" الثانية - بعد أن حدد تمييزًا واضحًا وثابتًا بين الاستثمار والمضاربة - عبارة عن منهجية لشراء أسهم عادية من شأنها أن تجعلها تصنف

باعتبارها استثمارًا بدلاً من مضاربة، وقد ركزت منهجيته على مفهوم سماه هامش الأمان، وكان الدافع وراء تفكيره هنا أيضًا هو انهيار سوق الأوراق المالية عام

ولم يكن خطر عام ١٩٢٩ هو أن المضاربة حاولت أن تتنكر في شكل الاستثمار، بل الأخرى هو أن الاستثمار غيّر من طبيعته وتحول إلى مضاربة، وأشار "جراهام" إلى

أنه في ضوء أحداث الماضي كان التفاؤل منتشرًا وخطيرًا، ونتيجة ذلك توقع المستثمرون أنهم سيشهدون عصرًا من النمو والازدهار المستمرين، وبدأوا يفقدون

إحساسهم بالتناسب مع السعر، فقال "جراهام" إن الناس كانوا يدفعون أسعار الأسهم دون أي إدراك للتوقعات الحسابية؛ وكانت قيمة الأسهم تقدر بأي سعر

يقوم السوق المتفائل بتسعيره، فأصبح الخط الفاصل بين الاستثمار والمضاربة في ذروة هذا الجنون غير واضح المعالم.

واقترح "جراهام"، كترياق لهذا السلوك الخطير، طريقة لاختيار الأسهم التي تعتمد على ما سماه ب"هامش الأمان". وفي هذا النهج، يتبع المستثمرون الذين يريدون

تفاؤلاً بشأن نمو الشركة في المستقبل تقنيتين لإضافة السهم إلى محافظتهم المالية (١) شراء الأسهم عندما يكون التداول في السوق الإجمالية بأسعار منخفضة

(عادة ما يحدث ذلك في السوق الهبوطية، أو نوع مماثل من التصحيح)، أو (٢) شراء الأسهم عندما يتم تداولها بسعر أقل من قيمتها الذاتية، على الرغم من أن

أسعار الأسهم في السوق الإجمالية ليست منخفضة إلى حد كبير. وقال "جراهام" إن هامش الأمان يكون موجودًا في سعر الشراء عند اتباع أي من التقنيتين.

وتواجه التقنية الأولى - التي تتمثل في الشراء فقط عندما تكون أسعار أسهم السوق متدنية - بعض الصعوبات الكامنة فيها؛ حيث إنها تحث المستثمر على تطوير

صيغة ما، تشير إلى متى تكون السوق مرتفعة، ومتى تكون منخفضة، ثم يصبح المستثمر رهينة للتكهن بتحويلات السوق، وهي عملية أبعد ما تكون عن اليقين.

وكذلك عندما يتم تقييم السوق بوضوح، يكون المستثمرون غير قادرين على شراء الأسهم العادية على نحو مربح، غير أن انتظار تصحيح السوق قبل شراء الأسهم قد يصير أمرًا متعبًا، وقد يفضي في النهاية إلى عواقب وخيمة.

وأشار "جراهام" إلى أن طاقات المستثمر يكون من الأفضل توظيفها في التقنية الثانية، وهي: تحديد الأوراق المالية المقدرة بأقل من قيمتها، بغض النظر عن مستوى

أسعار السوق الإجمالية، وكي تنجح هذه الإستراتيجية باستمرار، قال "جراهام" إن المستثمرين يحتاجون إلى طريقة لتحديد الأسهم التي تباع بأقل من قيمتها

المحسوبة، وكان هدفه هو رسم معالم مثل هذه الإستراتيجية، ومن أجل فعل ذلك، وضع نهجًا كميًا لم يكن معروفًا قبل نشر كتاب Security Analysis .

وقد بسَّط "جراهام" مفهوم الاستثمار السليم إلى المفهوم الذي أطلق عليه هامش الأمان، وقد سعى من خلاله إلى توحيد جميع الأوراق المالية - الأسهم والسندات - في نهج واحد للاستثمار.

ولم يكن وضع مفهوم هامش أمان للسندات أمرًا بالغ الصعوبة. فعلى سبيل المثال، إذا استعرض أحد المحللين التاريخ التشغيلي لشركة ما، واكتشف أن الشركة

تمكنت في المتوسط خلال السنوات الخمس الماضية من تحقيق أرباح سنوية تبلغ خمسة أضعاف نفقاتها الثابتة، فإن سندات الشركة تمتلك هامش أمان. ولم

يتوقع "جراهام" من المستثمرين تحديد الدخل المستقبلي للشركة بدقة، بل رأى أنه إذا كان الهامش بين الأرباح والنفقات الثابتة كبيرًا بما فيه الكفاية، فستتم

حماية المستثمرين من الانخفاض غير المتوقع في دخل الشركة.

وكان الاختبار الحقيقي هو قدرة "جراهام" على تطوير هذا المفهوم على الأسهم العادية، وخلص إلى أن هامش الأمان موجود بالنسبة إلى السهم العادي إذا كان

سعره أدنى من قيمته الذاتية، والسؤال البديهي التالي هو: كيف يحدد المرء القيمة الذاتية؟ يبدأ "جراهام" مرة أخرى جوابه بتعريف موجز، وهو: القيمة الذاتية

هي " القيمة التي تحددها الحقائق". وتشمل هذه الحقائق أصول الشركة، وإيراداتها، وأرباح أسهمها، وأية احتمالات نجاح مستقبلية محددة.

ومن بين هذه العوامل، رأى "جراهام" أن العامل الوحيد الأكثر أهمية هو قوة الأرباح المستقبلية، فقاده ذلك إلى صيغة بسيطة، وهي: يمكن تحديد القيمة الذاتية

للشركة عن طريق تقدير الأرباح المستقبلية للشركة، وضرب تلك الأرباح في عامل الرسملة المناسب، ويتأثر عامل الرسملة، أو معامل الضرب، باستقرار الأرباح

والأصول وسياسة توزيع الأرباح والصحة المالية للشركة.

وأضاف أنه ينبغي توخي الحذر الشديد؛ حيث إن نجاح هذا النهج يتوقف على قدرتنا على حساب المستقبل الاقتصادي للشركة، وهي عملية حسابية غير دقيقة

على نحو لا يمكن تجنبه، فمن الصعب التنبؤ بعوامل مستقبلية، مثل حجم المبيعات والتسعير والنفقات؛ ما يجعل تطبيق معامل الضرب أكثر تعقيداً.

وعلى الرغم من ذلك، رأى "جراهام" أن هامش الأمان يمكن أن يعمل بنجاح في ثلاثة مجالات، وهي: (١) في الأوراق المالية المستقرة، مثل السندات والأسهم

الممتازة، (٢) في التحليل المقارن، و (٣) في اختيار الأسهم، شريطة أن يكون الفرق بين السعر والقيمة الذاتية كبيراً بما فيه الكفاية، وقد طلب "جراهام" منا أن نقبل

حقيقة أن مفهوم القيمة الذاتية مفهوم محير. وهو يختلف عن تسعير السوق، فقد كان يعتقد أنفاً أن القيمة الذاتية هي القيمة الدفترية نفسها للشركة، أو

مجموع أصولها الحقيقية، مطروحة منها التزاماتها. وقد أدى هذا المفهوم إلى اعتقاد أولي هو أن القيمة الذاتية كانت محددة. ومع ذلك، توصل المحللون إلى

معرفة أن قيمة الشركة لا تتمثل في صافي أصولها الحقيقية فحسب، وإنما في قيمة الأرباح التي تنتجها هذه الأصول أيضاً. وقد رأى "جراهام" أنه ليس من

الضروري تحديد القيمة الذاتية الدقيقة للشركة، أو القيمة التقريبية، مضاهاة بسعر البيع، لتكون كافية لقياس هامش الأمان.

وقد ذكّرنا "جراهام" بأن التحليل المالي ليس علمًا دقيقًا، ولكن من المؤكد أن هناك عوامل كمية معينة تساعد على التحليل الدقيق، وهي: الميزانيات العمومية،

وبيانات الدخل، والأصول، والاستحقاقات، والعائدات، وأرباح الأسهم. ومع ذلك، يجب علينا ألا نغفل عن بعض العوامل النوعية التي لا يسهل تحليلها، لكنها

مع ذلك عناصر أساسية في تحديد القيمة الذاتية للشركة. واثان من هذه العوامل هما: القدرة الإدارية، وطبيعة الشركة. وكانت القضية بالنسبة إلى "جراهام"

هي: ما مقدار الاهتمام الذي ينبغي إيلاؤه لهما؟

وكانت لديه شكوك بشأن التركيز على العوامل النوعية، ولم يكن ممكناً قياس الآراء عن الإدارة وطبيعة الشركة بسهولة، والأمور التي يكون من الصعب قياسها،

يُساء قياسها. والتفاوت بشأن العوامل النوعية غالبًا ما وجد طريقه ليكون هناك معامل ضرب أعلى. وقد دفعت تجربة "جراهام" به إلى اعتقاد أنه، بقدر ما ابتعد

المستثمرون عن الأصول الملموسة، نحو الأصول غير الملموسة، فإنهم بذلك يفتحون المجال أمام التفكير بطريقة محفوفة بالمخاطر. ومن ناحية أخرى، إذا كان القدر

الأكبر من القيمة الذاتية للشركة هو مجموع العوامل الكمية القابلة للقياس، رأى "جراهام" أن احتمالية الخسارة التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر ستكون أكثر

محدودية، فالأصول الثابتة قابلة للقياس، وأرباح الأسهم قابلة للقياس، وكذلك الأرباح الحالية والماضية، ويمكن إثبات كل من هذه العوامل من خلال الأرقام،

فتصبح مصدرًا للمنطق قائمًا على التجربة العملية.

وقال "جراهام": تأكد من الأساس الذي تركز عليه، وابدأ بصافي قيمة الأصول كنقطة انطلاق أساسية. فإذا قمت بشراء الأصول، كانت احتمالية الخسارة الخاصة

بك تقتصر على قيمة التصفية لتلك الأصول. وقد خلص إلى أنه لا يمكن لأحد أن يساعدك على الخروج من أزمته المالية عند وضعك توقعات تفاؤلية للنمو، إذا لم

تحقق هذه التوقعات على أرض الواقع. وإذا تم النظر إلى شركة ما باعتبارها شركة جذابة، وأن إدارتها الرائعة تتوقع تحقيق أرباح مستقبلية عالية، فإن ذلك

سيؤدي دون شك إلى جذب عدد متزايد من مشتري الأسهم، وقال "جراهام" عن ذلك: "لذلك سيشتريها المستثمرون"، وسيعملون على زيادة السعر، ومن ثم

نسبة السعر إلى الأرباح. وكلما أصبح المستثمرون أكثر افتتاحًا بالعائد الموعود، فإن السعر يرتفع عن القيمة الأساسية، ويخلق إلى أعلى دون قيود، ما يخلق فقاعة

تتسع بشكل كبير حتى لا يكون أمامها إلا أن تنفجر في نهاية المطاف" ٦ .

وقال "جراهام" إن حقيقة أن لديه ذاكرة جيدة كانت أحد الأعباء التي يحملها على عاتقه؛ حيث إن ذكرى تعرضه لأزمة مالية مرتين في حياته دفعته إلى تبني نهج

استثماري يهدف إلى الحماية من هبوط الأسعار مقابل الارتفاع المحتمل في سعر الورقة المالية.

وقال "جراهام" إن هناك قاعدتين للاستثمار. القاعدة الأولى هي: لا تخسر، والقاعدة الثانية هي: لا تنس القاعدة الأولى. وقد رسخ "جراهام" فلسفة "لا تخسر"

هذه في اثنتين من المبادئ التوجيهية المحددة والملموسة التي عززت مفهوم هامش الأمان، وهما: (١) شراء شركة بأقل من ثلثي صافي قيمة أصولها، و(٢) التركيز على

الأسهم التي بها نسبة السعر إلى الأرباح منخفضة.

فالنهج الأول، أي شراء أسهم بسعر أقل من ثلثي أصولها الصافية، يتناسب تمامًا مع إحساس "جراهام" بالوقت الحاضر، وأشبع رغبته في الحصول على بعض

التوقعات الرياضية. ولم يعطِ "جراهام" أية أهمية للموجودات الثابتة للشركة من مبانٍ ومكاتب، ولا لممتلكاتها، ولا معداتها، وعلاوة على ذلك، خصم جميع

التزامات الشركة القصيرة وطويلة الأجل، وما تبقى هو الأصول الحالية. وإذا كان سعر السهم أقل من قيمة السهم الواحد، فإن "جراهام" اعتبر ذلك وسيلة

مضمونة للاستثمار. وأوضح أن النتائج استندت إلى النتيجة المحتملة لمجموعة من الأسهم (التنوع)، وليس على أساس نتائج فردية.

ولكن هناك مشكلة واحدة فقط تواجه هذا النهج، ألا وهي: الأسهم التي تتطابق في المعايير، يمكن أن يكون من الصعب العثور عليها، وخصوصًا في السوق

الصعودية. وإقرارًا بأن انتظار تصحيح السوق قد يكون أمرًا غير معقول، فقد انتقل "جراهام" إلى فكرته الثانية، وهي: شراء الأسهم التي انخفضت في السعر

وبيعت عندما كانت نسبة السعر إلى الأرباح منخفضة. وسارع إلى قول إن الشركة يجب أن يكون لديها بعض صافي قيمة الأصول؛ وبعبارة أخرى، يجب على

الشركة أن تكون مدينة بأقل من قيمتها.

وقد استخدم "جراهام" طوال حياته المهنية العديد من الصور المختلفة لهذا النهج، وقبل وفاته بفترة وجيزة عام ١٩٧٦، كان ينقح الطبعة الخامسة من كتاب

Security Analysis

مع "سيدي كوتل". وفي ذلك الوقت، كان يحلل النتائج المالية للأسهم التي تم شراؤها على أساس هذه المعايير: الأول نسبة السعر إلى

الأرباح المنخفضة خلال عشر سنوات، والثاني سعر السهم الذي كان يساوي نصف قيمته

السوقية السابقة المرتفعة، والثالث بالطبع هو صافي قيمة الأصول، وقد

قارن "جراهام" سعر الأسهم بسعرها عام ١٩٦١، ووجد أن النتائج مباشرة للغاية.

وعلى مر السنين، بحث العديد من المستثمرين الآخرين عن طرق مختصرة مماثلة لتحديد القيمة الذاتية. وعلى الرغم من أن نهج "جراهام" الذي يعتمد على نسبة

السعر إلى الأرباح المنخفضة لا يزال محل تفضيل بشكل عام، فقد تعلمنا أن اتخاذ القرارات التي تستند فقط إلى النسب المحاسبية ليس كافيًا لضمان تحقيق

عوائد مجزية. ويعتمد معظم المستثمرين اليوم على تعريف "جون بير ويليامز"

الكلاسيكي للقيمة، كما هو موضح في كتابه بعنوان The

Theory of Investment Value (مطبعة جامعة هارفارد

١٩٣٨): قيمة أي استثمار هي عبارة عن القيمة الحالية المخضومة من تدفقاته النقدية المستقبلية، وسوف نتعلم

المزيد عن نموذج خصم ربح السهم في الفصل الثالث.

وينبغي لنا أن نلاحظ في الوقت الراهن أن أسلوب "جراهام" الممثلين في شراء السهم بأقل من ثلثي صافي قيمة الأصول، وشراء أسهم نسبة السعر إلى الأرباح فيها

منخفضة بينهما قاسم مشترك، وكانت الأسهم التي اختارها بناء على تلك الأساليب ليست موضع تفضيل في السوق بشكل كبير، ولسبب ما، كانت أسعارها أقل

من قيمتها، وقد شعر "جراهام" بشدة بأن هذه الأسهم المُسعرة "بشكل منخفض دون مبرر"، كانت بمنزلة مشتريات جذابة.

واستندت قناعة "جراهام" بذلك إلى افتراضات معينة، أولاً، كان يرى أن السوق كثيرًا ما تسيء تسعير الأسهم، وعادة ما يكون ذلك بسبب مشاعر الخوف

والجشع الإنسانية، وفي ذروة التفاؤل، يؤدي الجشع إلى زيادة سعر الأسهم، حتى تتجاوز

قيمتها الذاتية؛ ما يخلق سوقاً ذات أسعار مبالغ فيها، وفي أوقات

أخرى يؤدي الخوف إلى تحريك أسعار الأسهم لأقل من قيمتها الذاتية؛ ما يخلق سوقاً فيها أسعار الأسهم مقدرة بأقل من قيمتها، أما افتراضه الثاني، فاستند إلى

ظاهرة إحصائية تعرف باسم الارتداد إلى المتوسط ، على الرغم من أنه لم يستخدم هذا المصطلح. وبشكل أكثر بلاغة، فقد نقل عن الشاعر "هوراس": "قد يستعيد

الكثيرون ممن سقطوا الآن أمجادهم، وقد يسقط الكثيرون الآن ممن كانوا في قمة مجدهم". ومع ذلك، سواء أوضح ذلك من خلال المنظور الإحصائي، أو على

لسان الشاعر، رأى "جراهام" أن المستثمر يمكن أن يستفيد من القوى التصحيحية للسوق غير الكفاء.

4

فيليب فيشر

حينما كان "جراهام" يؤلف كتاب Security Analysis ، كان "فيليب فيشر" يبدأ حياته المهنية مستشاراً استثمارياً. بعد تخرجه في كلية الدراسات العليا في إدارة

الأعمال من جامعة ستانفورد، بدأ "فيشر" العمل محللاً في بنك أنجلو لندن، وباريس الوطني في سان فرانسيسكو، وفي غضون أقل من عامين، شغل منصب

رئيس إدارة الإحصاء بالبنك، ومن موقعه هذا، شهد انهيار سوق الأسهم عام ١٩٢٩. ثم بعد مسيرة مهنية قصيرة وغير مثمرة مع دار سمسة محلية، قرر "فيشر"

أن يؤسس شركة استشارات خاصة به، وفي ٣١ مارس ١٩٣١، بدأت شركة فيشر أند كومباني في اجتذاب العملاء.

إن تأسيس شركة للاستشارات الاستثمارية في أوائل الثلاثينيات من القرن الماضي ربما كان

يبدو نوعًا من المجازفة، ولكن رأى "فيشر" أنه كانت له ميزتان؛ الأولى

هي: أن أي مستثمر كانت لديه أية أموال متبقية بعد الانهيار من المحتمل أن يكون غير راضٍ تمامًا عن وسيطه الحالي، والثانية هي: في خضم الكساد، كان رجال

الأعمال لديهم الكثير من الوقت للجلوس والتحدث مع "فيشر".

وفي جامعة ستانفورد، تطلب منه باعتباره واجبًا عمليًا لإحدى محاضرات الأعمال أن يرافق أستاذه في زيارات دورية للشركات في منطقة سان فرانسيسكو. وسوف

يطلب أستاذه من المديرين التحدث عن سير العمل، وغالبًا مساعدتهم على حل مشكلة عاجلة. وفي طريق العودة إلى ستانفورد، كان "فيشر" وأستاذه يسترجعان

ما لاحظاه بشأن المديرين والشركات التي زارها، وقال "فيشر" في وقت لاحق: "كانت تلك الساعة كل أسبوع هي التدريب الأكثر فائدة الذي تلقيته في حياتي" ٧ .

وتوصل "فيشر" من خلال هذه التجارب إلى اعتقاد أنه يمكن تحقيق أرباح عالية من خلال (١) الاستثمار في الشركات ذات الإمكانيات فوق المتوسطة، (٢) التوافق

ودعم الإدارات الأكثر كفاءة، ولتحديد هذه الشركات الاستثنائية، قام "فيشر" بوضع نظام النقاط الذي يحدد مدى أهلية الشركة وفقًا لخصائص أعمالها وإدارتها.

وكانت خصائص الشركة التي تترك أكبر تأثير لدى "فيشر"، هي قدرتها على زيادة المبيعات والأرباح على مر السنين، وبمعدلات أكبر من المتوسط السائد في مجالها

٨ . ورأى "فيشر" أنه من أجل القيام بذلك، تحتاج الشركة إلى امتلاك "منتجات أو خدمات ذات إمكانات سوقية كافية لإحداث زيادة كبيرة في المبيعات عدة

سنوات" ٩ . ولم يكن "فيشر" مهتمًا بالزيادات السنوية المطردة في المبيعات، بل كان يحكم على نجاح الشركة على مدى عدة سنوات، وكان يدرك أن التغييرات في

الدورة التجارية سيكون لها تأثير ملموس في المبيعات والأرباح، ومع ذلك فإنه رأى أن

هناك نوعين من الشركات، من خلال عملهما عقدًا تلو عقد، يظهران

علامات مبشرة بتحقيق نمو فوق المتوسط: (١) تلك الشركة التي كانت "محظوظة وقادرة"، (٢) تلك التي كانت "محظوظة لأنها قادرة".

وتعتبر شركة الألومنيوم الأمريكية (ألكوا) مثالاً للنوع الأول؛ فالشركة كانت "قادرة" لأن مؤسسي الشركة كانوا أناسًا ذوي قدرة كبيرة، فقد توقعت إدارة ألكوا

الاستخدامات التجارية لمنتجها، وعملت بقوة على الاستفادة من سوق الألومنيوم لزيادة المبيعات، وقال "فيشر" إن الشركة كانت "محظوظة" أيضًا؛ لأن الأحداث

التي كانت خارج السيطرة المباشرة للإدارة كان لها تأثير إيجابي في الشركة وسوقها، وقد أدى التطور السريع لوسائل النقل الجوي إلى زيادة مبيعات الألومنيوم

بشكل سريع، وبسبب صناعة الطيران، كانت ألكوا تستفيد أكثر كثيرًا مما كانت تتصوره الإدارة في البداية.

وكانت شركة دوبونت مثالاً جيدًا للشركة التي كانت "محظوظة لأنها كانت قادرة"، فوفقًا لـ "فيشر"، إذا كانت شركة دوبونت قد استمرت في إنتاج منتجها

الأصلي، وهو مسحوق التفجير، لكانت ستنتج على غرار شركات التعدين الأخرى، ولكن نظرًا إلى أن الإدارة استفادت من المعرفة التي اكتسبتها من خلال تصنيع

البارود، فتمكنت شركة دوبونت من طرح منتجات جديدة -بما في ذلك النايلون والسيلوفان واللوسايت (نوع من اللدائن الحرارية)- ما مكنتها من إنشاء أسواقها

الخاصة، وأدى هذا في نهاية المطاف إلى تحقيق أرباح لشركة دوبونت تقدر بمليارات الدولارات من المبيعات.

وكما قال "فيشر" إن جهود البحث والتطوير التي قامت بها الشركة قد أسهمت بقوة في استدامة نموها فوق المتوسط في المبيعات، وبناء على ذلك، فلم تنجح

شركة دوبونت أو ألكوا على المدى الطويل دون التزام كبير بالبحث والتطوير. حتى الشركات غير التقنية تحتاج إلى تكريس جهود للبحث من أجل إنتاج منتجات أفضل وخدمات أكثر كفاءة.

بالإضافة إلى البحث والتطوير، فقد نظر "فيشر" في إدارة مبيعات الشركة. ووفقًا له، فإن الشركة يمكن أن تطور المنتجات والخدمات المتميزة، ولكن ما لم يتم

"الترويج لها بمهارة"، فإن جهود البحث والتطوير لن تترجم أبدًا إلى إيرادات. ومن مسؤولية إدارة المبيعات، كما أوضح "فيشر"، مساعدة العملاء على فهم فوائد

منتجات الشركة وخدماتها، وأضاف أنه ينبغي أيضًا لإدارة المبيعات أن تراقب عادات شراء زبائننا، وأن تكون قادرة على رصد التغييرات في احتياجات العملاء.

وتصبح إدارة المبيعات، ووفقًا لـ "فيشر"، حلقة وصل لا تقدر بثمن بين السوق ووحدة البحث والتطوير.

غير أن إمكانات السوق وحدها غير كافية؛ حيث رأى "فيشر" أن أية شركة لن تكون استثمارًا ملائمًا إذا لم تتمكن من تحقيق أرباح للمساهمين، حتى إن كانت

قادرة على تحقيق نمو فوق المتوسط في المبيعات، وقال إن "كل نمو المبيعات في العالم لن ينتج النوع الصحيح من الأداة الاستثمارية إذا لم تنم الأرباح بالتماثل" ١٠ .

وبناء على ذلك، كان "فيشر" يبحث عن الشركات التي كانت تنتج منتجات أو خدمات بأقل تكلفة، ولكن كانت تعتمد الاستثمار على هذا النحو؛ فالشركة ذات

نقطة التعادل المنخفضة، أو بالمثل هامش ربح عالٍ، هي أكثر قدرة على الصمود أمام البيئة الاقتصادية المتعثرة، وفي نهاية المطاف، يمكن أن تقصي هذه الشركات

المنافسين الأضعف، ومن ثم تعزيز موقفها في السوق.

وقال "فيشر" إن أية شركة لن تتمكن من الحفاظ على ربحيتها ما لم تكن قادرة على

تقديم بيانات مفصلة بتكاليف القيام بأعمالها، مع الحرص في الوقت ذاته على فهم تكلفة كل خطوة في عملية التصنيع، وقد أوضح أنه من أجل القيام بذلك، يتعين على الشركة وضع الضوابط المحاسبية الكافية وتحليل التكاليف. وأشار

"فيشر" إلى أن المعلومات الخاصة بالتكلفة تمكن الشركة من توجيه مواردها إلى تلك المنتجات أو الخدمات ذات الإمكانيات الاقتصادية الأعلى، وعلاوة على ذلك،

فإن الضوابط المحاسبية ستساعد على تحديد العقبات في عمليات الشركة. وتعمل هذه العقبات أو أوجه القصور بمنزلة جهاز إنذار مبكر يهدف إلى حماية الربحية

الإجمالية للشركة. وترتبط حساسية "فيشر" إزاء ربحية الشركة بقلق آخر، وهو: قدرة الشركة على النمو في المستقبل دون الحاجة إلى تمويل أسهم رأس المال.

وقال إذا كانت الطريقة الوحيدة التي يمكن أن تنمو بها الشركة هي بيع الأسهم، فإن العدد الأكبر من الأسهم المتداولة سوف يقضي على أية فائدة قد يحققها

أصحاب الأسهم من نمو الشركة. وكما قال "فيشر" إن الشركة ذات هوامش الربح العالية تعتبر أكثر قدرة على توليد موارد مالية داخلياً، ويمكن استخدام هذه

الموارد للحفاظ على نموها دون إضعاف ملكية المساهمين. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الشركة القادرة على الالتزام بضوابط تكلفة كافية، وذلك على أصولها الثابتة،

واحتياجات رأس المال العامل، لديها قدرة أفضل على إدارة احتياجاتها النقدية وتجنب التمويل بالأسهم.

وكان "فيشر" يدرك أن الشركات المتميزة لا تمتلك خصائص تجارية أعلى من المتوسط فحسب، ولكن ما هو على القدر نفسه من الأهمية أن يتم توجيهها من قبل

أشخاص لديهم قدرات إدارية أعلى من المتوسط. وهؤلاء المديرون عاقدو العزم على تطوير منتجات وخدمات جديدة، سوف تستمر في دفع عجلة نمو المبيعات حتى

بعد أن يتم استغلال المنتجات أو الخدمات الحالية إلى حد كبير. وقال "فيشر" إن العديد من الشركات لديها آفاق نمو كافية؛ لأن خطوط منتجاتها وخدماتها

سوف تدعمها عدة سنوات، ولكنَّ هناك عددًا من الشركات يطبق سياسات لضمان تحقيق مكاسب مطردة على مدار من ١٠ إلى ٢٠ عامًا، وقال إن "الإدارة يجب أن

تكون لديها سياسة قابلة للتطبيق لتحقيق هذه الغايات مع كامل الاستعداد لجعل الأرباح الفورية أمرًا ثانويًا مقارنة بالمكاسب الأكبر، بعيدة المدى، التي يتطلبها

هذا المفهوم" ١١ . ولا ينبغي الخلط بين جعل الأرباح الفورية أمرًا ثانويًا، والتضحية بالأرباح الفورية. ويكون لدى المدير فوق المتوسط القدرة على تنفيذ خطط الشركة

طويلة المدى مع التركيز في الوقت ذاته على العمليات اليومية.

وقد اعتبر "فيشر" أن هناك سمة أخرى مهمة، وهي: هل لدى الشركات إدارة نزيهة وأمينة لا يرقى الشك إليها مطلقًا؟ وهل يتصرف المديرون كأنهم قيمون على

مصلحة حملة الأسهم، أم هل يبدو أنهم لا يعبأون إلا بمصلحتهم فحسب؟

وقال "فيشر" إن إحدى الطرق للوقوف على نيتهم هي مراقبة كيفية تواصل المديرين مع المساهمين. فسوف تشهد جميع الشركات، الجيد منها والسيئ، فترة غير

متوقعة من الصعوبات. وعادة، عندما يسير العمل على نحو جيد، تتحدث الإدارة بحرية، ولكن عندما يكون هناك تراجع في مستوى الشركة، يلتزم بعض

المديرين الصمت، ولا يتحدثون بصراحة عن صعوبات الشركة. وقال "فيشر" إن الطريقة التي تستجيب بها الإدارة لصعوبات العمل، تكشف الكثير عن الأشخاص

المسؤولين عن مستقبل الشركة.

وقد استطرد قائلاً إنه لكي ينجح أي نشاط تجاري، يجب على الإدارة أيضًا تطوير علاقات عمل جيدة مع جميع موظفيها، وينبغي أن يشعر الموظفون حقًا بأن

شركتهم مكان جيد للعمل، كما ينبغي أن يشعر الموظفون ذوو الياقات الزرقاء بأنهم يعاملون باحترام وأدب، وكذلك ينبغي أن يشعر الموظفون التنفيذيون بأن الترقية قائمة على القدرة، وليس المحاباة.

كما بحث "فيشر" في عمق الإدارة، وطرح بعض التساؤلات من قبيل: هل الرئيس التنفيذي لديه فريق موهوب؟ وهل الرئيس التنفيذي قادر على تفويض السلطة

لإدارة جوانب من العمل؟

وأخيراً، قام "فيشر" بدراسة الخصائص المحددة للشركة، وهي: جوانبها التجارية والإدارية، وكيفية مقارنتها مع الشركات الأخرى في المجال نفسه. وقد حاول

"فيشر" في هذه الدراسة الكشف عن أدلة قد تساعد على فهم كيفية تفوق الشركة على منافسيها، وقال إن قراءة التقارير المالية للشركة فحسب لا تكفي لتبرير

الاستثمار فيها. وأوضح أن الخطوة الأساسية في الاستثمار المأمون، هي الكشف عن أكبر قدر ممكن من المعلومات عن الشركة، من خلال من هم على دراية بأمور

الشركة. واعترف "فيشر" بأن هذا كان تحقيقاً شاملاً من شأنه أن يسفر عما سماه "شائعات"، التي قد نسميها نحن اليوم الشائعات التجارية، وقال "فيشر"

كذلك إنه إذا تم التعامل معها بشكل صحيح، فسوف تقدم الشائعات أدلة جوهرية من شأنها أن تمكّن المستثمر من تحديد الاستثمارات المتميزة.

وأدى التحقيق الذي أجراه "فيشر" في الشائعات إلى مقابلة أكبر عدد ممكن من المصادر؛ حيث تحدث مع العملاء والموردين، وسعى إلى الحديث مع الموظفين

السابقين، والاستشاريين الذين عملوا مع الشركة، كما اتصل بالعلماء الباحثين في الجامعات، والموظفين الحكوميين، والمديرين التنفيذيين بالاتحادات المهنية،

كما أجرى مقابلات مع منافسين. وعلى الرغم من أن المديرين التنفيذيين قد ترددوا في

بعض الأحيان في الإفصاح عن الكثير من أمور شركتهم، فقد وجد "فيشر"

أنهم دائماً ما تكون لديهم آراء بشأن منافسيهم، وأضاف قائلاً: "الأمر المدهش هو كيف يمكن الحصول على صورة دقيقة لوجهات النظر النسبية التي تتعلق بنقاط

القوة والضعف لدى كل شركة في أي مجال، من خلال عينة تمثيلية واحدة من آراء أولئك الذين يهتمون بأية شركة معينة، بطريقة أو بأخرى" ١٢ .

ومعظم المستثمرين ليسوا على استعداد لتكريس الوقت والجهد اللذين كان "فيشر" يرى أنهما ضروريان لفهم أية شركة؛ فتطوير شبكة الشائعات وترتيب

المقابلات هما نشاطان يستهلكان الوقت؛ كما أن تكرار عملية متابعة الشائعات لكل شركة قيد النظر يمكن أن يكون أمراً مرهقاً. وقد وجد "فيشر" طريقة بسيطة

للتخفيف من أعباء العمل التي يضطلع بها، وهي خفض عدد الشركات التي يملك أسهمها؛ وقال دائماً إنه يفضل امتلاك أسهم في عدد قليل من الشركات

المتميزة أكثر من امتلاك أسهم في عدد أكبر من الشركات المتوسطة. وبصفة عامة، تضمنت محافظه المالية أقل من ١٠ شركات، وشكلت ثلاث شركات أو أربع ٧٥٪

من مجموع محفظة أسهمه.

ويعتقد "فيشر" أنه لكي يحقق المستثمرون نجاحاً، فإنهم لا يحتاجون إلا إلى القيام بعدد قليل من الأمور على نحو جيد، وأحد هذه الأمور هو الاستثمار في

الشركات التي تقع ضمن دائرة كفاءتك، وهذا ما أوضحه "فيشر" عندما قال إن أخطاءه السابقة كانت: "هي أنني وضعت مهارتي خارج حدود تجربتي، فقد بدأت

الاستثمار في مجالات لم أكن أفهمها تمام الفهم، في مجالات مختلفة تماماً، تقوم بأنشطة وأعمال لم تكن لدي أي معرفة سابقة بشأنها" ١٣ .

تشارلي مانجر

عندما بدأ " وارن بافيت " شركته الاستثمارية في عام ١٩٥٦، كان لديه رأسمال يزيد قليلاً على ١٠٠٠٠٠ دولار، ولذلك كانت إحدى المهام الأولى التي يتعين عليه القيام

بها، هي إقناع المزيد من المستثمرين بالانضمام إليه. وبينما كان "بافيت" يقوم بتقديم عرضه الترويجي المعتاد ذي التفاصيل الدقيقة أمام جاريه، وهما الدكتور

"إدوين ديفيس" وزوجته، قاطعه "ديفيس" معلناً فجأة أنهما سيعطيانه ١٠٠٠٠٠ دولار، وعندما سأله "بافيت" عن سبب ذلك، أجابه "ديفيس" قائلاً: "لأنك تذكرني

ب تشارلي مانجر". ١٤

وعلى الرغم من أن كلا الرجلين نشأ في أوماها، وكان لديهما العديد من المعارف المشتركة، فإن "بافيت" و"تشارلي" لم يلتقيا حتى عام ١٩٥٩. وبحلول ذلك الوقت،

كان "تشارلي" قد انتقل إلى جنوب كاليفورنيا، وعندما عاد إلى أوماها في زيارة عندما توفي والده، قرر الدكتور "ديفيس" أن الوقت قد حان للقاء الشابين،

ودعاهما لتناول العشاء معاً في أحد المطاعم المحلية، فكان هذا اللقاء هو بداية شراكة استثنائية.

أسس "تشارلي"، وهو نجل محامٍ وحفيد قاضٍ فيدرالي، مكتب محاماة ناجحاً في لوس أنجلوس، ولكن اهتمامه بسوق الأوراق المالية كان قوياً بالفعل، وقد وجد

الشابان في العشاء الأول الكثير من الأمور للتحديث بشأنها، بما في ذلك الأسهم. ومنذ ذلك الحين، صارت بينهما اتصالات كثيرة، وحاول "بافيت" كثيراً حث

"تشارلي" على ترك العمل بالقانون، والتركيز على مجال الاستثمار؛ ولكن "تشارلي" عمل في كليهما فترة. وفي عام ١٩٦٢، أسس شراكة استثمارية على غرار شراكة

"بافيت" مع استمراره في ممارسة مهنة المحاماة، وبعد ثلاث سنوات من النجاح الباهر، ترك العمل بالمحاماة تماماً، على الرغم من أنه حتى يومنا هذا لديه مكتب

في الشركة يحمل اسمه.

وسننظر بإيجاز في تاريخ أداء شراكة "تشارلي" الاستثمارية في الفصل الخامس. أما في الوقت الحالي، فمن الجدير بالملاحظة أن شراكته في لوس أنجلوس وشركة

"بافيت" في أوماها كانتا متشابهتين في النهج؛ فقد سعى كل منهما إلى الشراء بسعر أقل بالنسبة إلى القيمة الأساسية، وحقق كل منهما نتائج استثمارية بارزة.

وليس من المدهش إذن أن يشتريا بعض الأسهم نفسها. وقد بدأ "تشارلي"، على غرار "بافيت"، بشراء أسهم شركة بلو تشيب ستامبس للطوايح في أواخر

الستينيات، وأصبح في نهاية المطاف رئيسًا لمجلس إدارتها، وعندما اندمجت شركتا بيركشاير وبلو تشيب ستامبس للطوايح في عام ١٩٧٨، أصبح "تشارلي" نائب

رئيس بيركشاير هاثاواي.

ولم تتخذ علاقة العمل بين "تشارلي" و"بافيت" طابعًا رسميًا في اتفاق شراكة رسمي، ولكنها تطورت على مر السنين إلى شيء ربما أكثر قربًا وتكافلية، حتى قبل

انضمام "تشارلي" إلى مجلس إدارة شركة بيركشاير، اتخذ الاثنان معًا العديد من القرارات الاستثمارية، وغالبًا ما كانا يتشاوران يوميًا؛ وتدرجيًا أصبحت شؤنها

التجارية أكثر ترابطًا.

واليوم، يواصل "تشارلي" توليه منصب نائب رئيس مجلس إدارة شركة بيركشاير هاثاواي، كما أنه يعمل بوصفه الشريك الإداري لـ "بافيت" بكل ما في الكلمة من

معنى، والذراع اليمنى له؛ ولتكوين فكرة عن مدى توافق الاثنین وتناغمهما، عليك فقط أن تحسب عدد المرات التي قال فيها "بافيت" إن "تشارلي وأنا" قد فعلنا

ذلك، أو قررنا ذلك، أو اعتقدنا ذلك، أو بحثنا ذلك، أو فكرنا في ذلك، تقريبًا كما لو كان "تشارلي وأنا" اسم شخص واحد.

أما بالنسبة إلى علاقة العمل بينهما، فلم يصف إليها "تشارلي" الحنكة المالية فحسب، وإنما أيضًا أساس القانون التجاري، كما أضاف منظورًا فكريًا يختلف تمامًا

عن منظور "بافيت"؛ حيث كان "تشارلي" مهتمًا بشكل كبير بالعديد من مجالات المعرفة، مثل التاريخ، والفلسفة، وعلم النفس، والرياضيات، وكان يعتقد أن

كل مجال من هذه المجالات يحمل مفاهيم مهمة يمكن للمفكرين تطبيقها على كل مساعيهم بما في ذلك قراراتهم الاستثمارية، بل ينبغي لهم فعل هذا. ومن

أجل اكتساب "الخبرة الحياتية"، قال "تشارلي" يجب أن تبني شبكة من النماذج العقلية التي تجمع جميع الأفكار العظيمة في العالم ١٥. أما أولئك ممن يرغبون

في تقدير عمق معرفة "تشارلي" واتساعها حق التقدير، فيجب أن يقرأوا كتابه الرائع بعنوان

Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T.

Munger (دار دونينج

كمباني بابلشرز للنشر، ٢٠٠٥).

وباجتماع كل هذه الخيوط - من المعرفة المالية، والخلفية القانونية، وتقدير الدروس المستفادة من التخصصات الأخرى - تولد لدى "تشارلي" فلسفة استثمارية

تختلف إلى حد ما عن فلسفة "بافيت". في حين واصل "بافيت"، الذي لم يتزعزع التزامه بنهج "بن جراهام"، البحث عن أسهم تباع بأسعار تصفية، وكان

"تشارلي" يميل إلى المبادئ التي حددها "فيل فيشر"، ففي رأيه، كان من الأفضل كثيرًا دفع سعر معقول لشراء أسهم في شركة كبرى، بدلًا من دفع سعر كبير

لشراء أسهم في شركة معقولة.

إن الكيفية التي ساعد بها "تشارلي" "بافيت" على عبور نهر الاستثمارات ذات القيمة العميقة إلى ضفة بدء النظر في شراء شركات ذات جودة عالية، تجدها في قصة

شراء شركة بيركشاير، شركة سيز كانديز للحلويات.

ففي عام ١٩٢١، فتحت جدته البالغة من العمر ٧١ عامًا، وتدعى "ماري سيز"، متجر حلوى صغيرًا في أحد أحياء لوس أنجلوس، وكانت تبيع الشيكولاتة المصنوعة

من وصفاتها الخاصة، وبمساعدة ابنها وشريكه، نما العمل رويدًا حتى فتحت سلسلة متاجر صغيرة في جنوب وشمال كاليفورنيا؛ وقد نجحت سلسلة المتاجر من

الكساد، ونجت من فترة تقنين السكر خلال الحرب العالمية الثانية، ونجت من المنافسة الشديدة، وذلك من خلال اتباع إستراتيجية واحدة لم تتغير، وهي: عدم

الإخلال بجودة المنتج مطلقًا.

وبعد نحو خمسين عامًا، أصبحت سيز أفضل سلسلة محلات حلويات في الساحل الغربي، وكان ورثة "ماري سيز" مستعدين للانتقال إلى المرحلة التالية من

حياتهم، فتولى "تشاك هيجينز"، الذي انضم إلى الشركة قبل ثلاثين عامًا، مهمة العثور على المشتري الأفضل، وتنسيق عملية البيع، فجاء العديد من مقدمي

الطلبات ولكن لم يتم الإعلان عن أي اتفاق.

وفي أواخر عام ١٩٧١، اقترح مستشار الاستثمار في شركة بلو تشيب ستامبس للطوايح، التي كانت شركة بيركشاير هاتواوي هي حامل الأسهم الرئيسي فيها، أن

تشتري شركة بلو تشيب شركة سيز للحلويات، وكان سعر العرض ٤٠ مليون دولار، ولكن لأن شركة سيز للحلويات لديها ١٠ ملايين دولار نقدًا، كان السعر الصافي

٣٠ مليون دولار تقريبًا. وكان "بافيت" لا يزال متشككًا بشأن تقدير قيمة شركة سيز للحلويات التي كانت تقدر بثلاثة أضعاف قيمتها الدفترية، وهو سعر باهظ

للغاية وفقًا لمبادئ "جراهام" القائمة على القيمة.

وقد أقنع "تشارلي" "بافيت" بأن دفع ما كان يعتقد أنه سعر باهظ هو في الواقع صفقة جيدة، ثم عرض "بافيت" ٢٥ مليون دولار، وقبل البائعون عرضه. وبالنسبة

إلى "بافيت"، كانت هذه أول خطوة رئيسية تبعد عن فلسفة "جراهام" التي تتمثل في شراء شركة فقط عندما تكون مسعرة بأقل من قيمتها الدفترية، وكان ذلك

هو بداية التحول الجذري في تفكير "بافيت"، مقراً بأن "تشارلي" هو صاحب الفضل في دفعه إلى اتجاه جديد. وقال "تشارلي" في وقت لاحق: "هذه هي المرة الأولى

التي دفعنا فيها من أجل الجودة" ١٦ . وبعد عشر سنوات، عرض على "بافيت" ١٢٥ مليون دولار لبيع شركة سيز؛ أي خمسة أضعاف سعر الشراء عام ١٩٧٢، فقرر

عدم قبول هذه الصفقة.

وأحد الأسباب التي أدت إلى استمرار شراكة "بافيت" و"تشارلي" طويلاً، هو أن كلا الرجلين يتخذ موقفاً حازماً تجاه مبادئ العمل الرشيدة، كما أن كليهما يتحلى

بالكفاءة الإدارية اللازمة لإدارة الشركات ذات الجودة العالية؛ ما جعل مساهمي شركة بيركشاير هاثاواي محظوظين بوجود مثل هؤلاء الشركاء الإداريين الذين

يعتنون بمصالحهم ويساعدونهم على كسب المال في جميع البيئات الاقتصادية. ومن خلال سياسة "بافيت" التي تدور حول التقاعد الإلزامي، الذي لا يؤمن به،

استفاد مساهمو بيركشاير ليس من عقل واحد، وإنما من اثنين، لأكثر من ٣٥ عاماً.

التمازج بين التأثيرات الفكرية

بعد وقت قصير من وفاة "جراهام" في عام ١٩٧٦، أصبح "بافيت" هو السفير المعلن لنهج "جراهام" في الاستثمار القائم على القيمة، حتى أصبح اسم "بافيت"

مرادفًا للاستثمار القائم على القيمة ١٧ . ومن السهل معرفة السبب وراء ذلك، فقد كان أشهر طلاب "جراهام" المتفانين، ولا يفوت "بافيت" على نفسه فرصة

مطلقًا للاعتراف بالديون الفكرية التي يدين بها لـ "جراهام"، حتى اليوم، يعتبر "بافيت" أن "جراهام" هو الفرد الوحيد، بعد والده، الذي كان له التأثير الأكبر في

حياته الاستثمارية ١٨ . حتى إنه سمي ابنه البكر باسم معلمه: "هاورد جراهام بافيت".

كيف إذن يقوم "بافيت" بالتوفيق بين مديونته الفكرية لـ "جراهام" وشراء أسهم شركة مثل واشنطن بوست (١٩٧٣)، وكايبیتال سيتيز/ إيه بي سي (١٩٨٦)، وشركة

كوكاكولا (١٩٨٨)، وآي بي إم (٢٠١١)؟ لم تجتز أي من هذه الشركات اختبار "جراهام" المالي الصارم، ولكن "بافيت" قام باستثمارات كبيرة في كل منها.

ومنذ أوائل عام ١٩٦٥، أصبح "بافيت" يدرك أن إستراتيجية "جراهام" لشراء الأسهم الرخيصة تعاني أوجه قصور ١٩ . وقال "جراهام" إنه سيشتري أسهمًا منخفضة

جداً من حيث السعر؛ حيث إن بعض "الانخفاض المؤقت في الأسعار" في أعمال الشركة سيسمح للمستثمرين ببيع أسهمهم بأسعار أعلى، وسمى "بافيت" هذه

الإستراتيجية بنهج "أعقاب السجائر" في الاستثمار؛ حيث إن المستثمر عندما يمشي في الشارع، ويرى أعقاب سجائر ملقاة على الأرض، سيلتقطها من أجل نفثة

واحدة أخيرة، وعلى الرغم من أنها دخان مضر، فإن سعر التصفية الخاص بها يجعل هذه النفثة أكبر قيمة. ومن أجل أن تعمل إستراتيجية "جراهام" بنجاح

بشكل مستمر، قال "بافيت"، يجب على شخص ما أن يلعب دور المصفي، وإذا لم يكن

المصفي، فإن بعض المستثمرين الآخرين يجب أن يكونوا على استعداد

لشراء أسهم شركتك؛ ما سيجعل من الضروري ارتفاع سعر السهم.

ويوضح "بافيت" قائلاً: إذا دفعت ٨ ملايين دولار لشراء شركة تبلغ أصولها ١٠ ملايين دولار، فستحقق ربحاً وبيعاً إذا تم بيع الأصول في الوقت المناسب. ومع ذلك،

إذا كان الاقتصاد الأساسي للشركة ضعيفاً ويستغرق الأمر ١٠ سنوات لبيع الشركة، فمن المحتمل أن يكون إجمالي عائداتك أقل من المتوسط، وقال "بافيت": "الوقت صديق الشركة ذات الأداء الباهر، وعدو الشركة ذات الأداء المتوسط" ٢٠، أي أن من لم يتمكن من تسهيل تصفية شركاته ذات الأداء والربح الضعيفين من

خلال الفرق بين سعر الشراء وقيمة السوق بالنسبة إلى أصول الشركة، فإن أداءه سيكرر مع مرور الوقت الاقتصادي الضعيفة في شركته الأساسية.

وبدأ "بافيت" في التحرر من تعاليم "جراهام" منذ أوائل أخطائه الاستثمارية؛ حيث اعترف ذات مرة قائلاً: "لقد تطورت، لكنني لم أتطور من إنسان بدائي إلى إنسان

متحضر، أو من إنسان متحضر إلى إنسان بدائي بطريقة لطيفة" ٢١. فقد بدأ تقدير الطبيعة النوعية لبعض الشركات، بالمقارنة مع الجوانب الكمية لشركات

أخرى، ولكنه لا يزال يجد نفسه، على الرغم من ذلك، يبحث عن صفقات. وقال: "كان عقابي هو تعلم اقتصاديات صناعة المعدات الصناعية الصغيرة (ديمبستر

ميل مانيفوفاكتشرينج)، والمتاجر الكبرى (هوتشيلد-كوهن)، ومصنعي الغزل والنسيج في نيوزيلاند (بيركشاير هاثاواي)" ٢٢. وفي محاولة لتفسير معضلته،

استشهد "بافيت" بقول "كينز": "إن الصعوبة لا تكمن في الأفكار الجديدة، ولكن في الهروب من الأفكار القديمة"؛ حيث اعترف بأن تطور "بافيت" قد تأخر؛ لأن ما

علمه إياه "جراهام" كان ذا قيمة كبيرة.

وفي عام ١٩٨٤، تحدث "بافيت" أمام طلاب جامعة كولومبيا للاحتفال بالذكرى الخمسين لإصدار كتاب Security Analysis ، وأوضح أن هناك مجموعة من

المستثمرين الناجحين الذين يعترفون بأن "جراهام" هو قائدهم الفكري المشترك ٢٣ . فقد وضع "جراهام" نظرية هامش الأمان، ولكن قام كل طالب بتطوير طرق

مختلفة لتطبيق نظريته لتحديد قيمة أعمال الشركة، ومع ذلك، فإن الموضوع المشترك هو أنهم جميعًا يبحثون عن بعض التفاوت بين قيمة شركة ما وسعر

أوراقها المالية. إن الأشخاص الذين يندهشون بسبب شراء "بافيت" شركتي كوكاكولا وآي بي إم، يعجزون عن فصل النظرية عن المنهجية؛ حيث إن "بافيت" يتبنى

بوضوح نظرية هامش الأمان لـ "جراهام"، لكنه ابتعد بخطى ثابتة عن منهج "جراهام"، وبرهن "بافيت" على ذلك عندما قال إن آخر مرة كان من السهل فيها

الاستفادة من منهجية "جراهام" كانت في عامي ١٩٧٣-١٩٧٤ خلال فترة انهيار سوق الأوراق المالية.

وتذكر أنه عند تقييم الأسهم، لم يفكر "جراهام" في تفاصيل الشركة، أو قدرات الإدارة، بل كان يقصر بحثه على ملفات الشركة والتقارير السنوية. فإذا كان هناك

احتمال رياضي لتحقيق ربح؛ لأن سعر السهم كان أقل من أصول الشركة، فكان "جراهام" يشتري الشركة، ولزيادة احتمالية النجاح، كان يقوم بشراء أكبر عدد

ممکن من هذه المعادلات الإحصائية.

وإذا كانت تعاليم "جراهام" مقصورة على هذه الأسس، فما كان "بافيت" ليحمل له مثل هذا التقدير اليوم، لكن نظرية هامش الأمان كانت متعمقة ومهمة

للغاية بالنسبة إلى "بافيت"، إلى الدرجة التي جعلته يتغاضى عن جميع نقاط الضعف

الحالية الأخرى لمنهجية "جراهام"، ولا يزال "بافيت" حتى اليوم يتبنى

الفكرة الأساسية لـ "جراهام"، وهي هامش الأمان. لقد مضى ما يقرب من ٦٥ عامًا منذ أن قرأ للمرة الأولى عن "بن جراهام"، ومع ذلك، فإن "بافيت" لا يتردد

مطلقًا في تذكير الجميع قائلًا: "ما زلت أؤمن بأن هاتين الكلمتين هما الكلمتان الصحيحتان" ٢٤. ويتلخص الدرس الرئيسي الذي تعلمه "بافيت" من "جراهام" في

أنه يتضمن الاستثمار الناجح شراء الأسهم عندما يكون سعر السوق منخفضًا بشكل كبير بالنسبة إلى القيمة التجارية الأساسية.

وبالإضافة إلى هامش الأمان الذي أصبح الإطار الفكري لتفكير "بافيت"، ساعد "جراهام" "بافيت" على إدراك حماقة اتباع تقلبات سوق الأوراق المالية؛ حيث إن

للأسهم سمة تتعلق بالاستثمار، وسمة تتعلق بالمضاربة، حسبما يعتقد "جراهام"، والسمات التي تتعلق بالمضاربة هي نتاج الخوف البشري والجشع. وتتسبب

هذه المشاعر، التي تظهر لدى معظم المستثمرين، في تذبذب أسعار الأسهم إلى ارتفاع كبير، والأهم من ذلك كثيرًا، أن هذه المشاعر قد تتسبب في انخفاض قيمة

الأسهم أقل كثيرًا من القيمة الذاتية للشركة. وعلم "جراهام" "بافيت" أنه إذا كان يمكنه أن يحمي نفسه من الزوابع الانفعالية لسوق الأوراق المالية، فإنه بذلك

تكون لديه فرصة لاستغلال السلوك غير العقلاني من قبل المستثمرين الآخرين، الذين اشتروا الأسهم على أساس العاطفة، وليس المنطق.

وتعلم "بافيت" من "جراهام" كيفية التفكير بشكل مستقل؛ فقد قدم "جراهام" نصيحة لـ "بافيت"، وهي أنه إذا توصل إلى نتيجة منطقية استنادًا إلى التفكير

السليم، فلا ينبغي له أن يعدل عن رأيه لمجرد عدم اتفاق الآخرين معك؛ حيث يقول "جراهام" في هذا الصدد: "اختلاف الآخرين معك لا يجعلك صائبًا أو مخطئًا،

بل ما يجعلك على حق هو صحة بياناتك ونتائجك " ٢٥ .

وقد كان " فيل فيشر" على العكس تمامًا من " بن جراهام" في نواحٍ كثيرة؛ حيث كان يرى أنه من أجل اتخاذ قرارات سليمة، يحتاج المستثمرون إلى أن يصبحوا

على دراية كاملة بالشركة، ويعني هذا دراسة جميع جوانب الشركة؛ حيث يتعين عليهم النظر فيما وراء الأرقام، والتعرف على الشركة نفسها؛ لأن معرفة نوع

الشركة أمر غاية في الأهمية، كما أنهم يحتاجون إلى دراسة خصائص إدارة الشركة؛ لأن قدرات الإدارة قد تؤثر في قيمة الشركة الأساسية، وقد تم حثهم على

معرفة المجال الذي تعمل فيه الشركة، ومنافسوها، وينبغي استغلال كل مصدر للمعلومات، وقد تعلم "بافيت" من "فيشر" قيمة الشائعات، ما ساعده على مر

السنين على تطوير شبكة واسعة من الاتصالات التي كانت لها جدواها في مساعدته على تقييم مختلف الشركات.

وأخيرًا، فقد علم "فيشر" "بافيت" عدم الإفراط في التنويع، فقد كان يعتقد أنه من الخطأ تعليم المستثمرين أن وضع بيضهم في عدة سلال مختلفة يقلل من

المخاطر، فقد كان يشعر بأن الخطر في شراء الكثير من الأسهم، هو أنه يصبح من المستحيل متابعة جميع البيض في جميع السلال. والمستثمرون يخاطرون عند

الاستثمار بشكل كبير في شركة ما ليس لديهم معلومات كافية بشأنها، وبناء على ذلك تشكل رأيه المتمثل في أن شراء أسهم في شركة ما دون أخذ الوقت اللازم

للوصول إلى فهم شامل لطبيعة الشركة يكون أكثر خطورة من وجود تنويع محدود.

والاختلافات بين "جراهام" و"فيشر" واضحة؛ فقد أكد "جراهام"، المحلل الكمي، أهمية تلك العوامل التي يمكن قياسها، وهي: الأصول الثابتة، والأرباح الجارية،

وأرباح الأسهم، بل اقتصر أبحاثه الاستقصائية على ملفات الشركة، والتقارير السنوية،

ولم يقض أي وقت في مقابلة العملاء، أو المنافسين، أو المديرين.

أما نهج "فيشر" فكان على النقيض من نهج "جراهام"؛ حيث أكد "فيشر"، المحلل النوعي، أهمية العوامل التي يعتقد أنها كانت تزيد من قيمة الشركة؛ وهي في

المقام الأول، الآفاق المستقبلية للشركة، والقدرة الإدارية. وبينما كان "جراهام" مهتمًا بشراء الأسهم رخيصة السعر فقط، كان "فيشر" مهتمًا بشراء شركات لديها

القدرة على زيادة قيمتها الذاتية على المدى الطويل، وقال إنه سوف يبذل أقصى ما في وسعه، بل إجراء مقابلات مستفيضة للكشف عن المعلومات التي قد تحسن عملية اختياره.

وقد سعى "بافيت" إلى مقابلة "فيل فيشر" بعد قراءة كتابه Common Stocks and Uncommon Profits ، وقال "بافيت": "عندما التقيت به، كنت مبهورًا"

بالرجل، مثلما كنت مبهورًا بأفكاره، وقد كان يشبه بن جراهام كثيرًا، في أنه كان شخصًا متواضعًا، وذا روح سمحة، ومعلمًا غير عادي". وقال "بافيت" إن

"جراهام" و"فيشر" مختلفان في نهجيهما الاستثماريين، لكنهما "يعملان بصورة موازية في عالم الاستثمار" ٢٦. وسأسمح لنفسي بأن أعيد صياغة هذه العبارة،

حيث سأقول إنهما بدلًا من أن يعملوا في خط متوازٍ، فإنهما يعملان في تناغم في نهج "وارن بافيت" الاستثماري؛ حيث إنه مزيج من الفهم النوعي للشركة وإدارتها

(كما تعلم من "فيشر") والفهم الكمي للسعر والقيمة (كما تعلم من "جراهام").

وقال "وارن بافيت" ذات مرة: "تتألف شخصيتي من ١٥٪ من فيشر، و ٨٥٪ من "بنيامين جراهام". ٢٧ وقد تم الاستشهاد بهذه العبارة على نطاق واسع، ولكن

من المهم للغاية أن نتذكر أن هذه العبارة قد قالها في عام ١٩٦٩. وخلال السنوات

اللاحقة، قام "بافيت" بتحول تدريجي، ولكنه واضح، تجاه فلسفة "فيشر" التي

تتمثل في شراء عدد قليل من الشركات المختارة، وامتلاك تلك الشركات عدة سنوات. ويقول حدسي إنه إذا كان سيقول عبارة مماثلة اليوم، لكانت النسبة بين

اتباعه فلسفة "فيشر" وفلسفة "جراهام" هي أقرب لـ ٥٠/٥٠.

ومن الناحية الواقعية تمامًا، يعتبر "تشارلي" تجسيدًا حيًا لنظريات "فيشر" النوعية؛ فمنذ البداية كان "تشارلي" يعرب عن تقديره الشديد لقيمة الشركات

الأفضل، والحكمة من دفع سعر معقول لها. ومع ذلك، يتمثل أحد الجوانب المهمة في أن "تشارلي" يعتبر أيضًا صدى الوقت الحاضر لصوت "بن جراهام"، وقد

علم "جراهام" "بافيت" قبل سنوات الأهمية المزدوجة للانفعالات في الاستثمار: أي الأخطاء التي تسببها لأولئك الذين يتخذون على أساسها قرارات غير منطقية،

والفرص التي تخلقها لأولئك الذين يستطيعون تجنب الوقوع في الفخاخ نفسها. وقد واصل "تشارلي"، من خلال قراءاته في علم النفس، البحث في هذا الموضوع.

وهو يسميه "علم نفس إساءة التقدير"، وهو مفهوم ننظر إليه على نحو أوفى في الفصل السادس، ومن خلال التركيز المستمر عليه، حيث يبقيه جزءًا لا يتجزأ من

عملية صنع قرارات شركة بيركشاير، وكان هذا المفهوم هو أحد أهم إسهامات "تشارلي".

وتفاني "بافيت" لكل من "بن جراهام"، و"فيل فيشر"، و"تشارلي مانجر" هو أمر مفهوم؛ حيث قدم "جراهام" إلى "بافيت" الأساس الفكري للاستثمار - وهو

هامش الأمان - وساعده على تعلم السيطرة على انفعالاته من أجل الاستفادة من تقلبات السوق، وقد قدم "فيشر" إليه منهجية حديثة وعملية تمكنه من تحديد

الاستثمارات الجيدة طويلة الأجل، وإدارة محفظة مالية مركزة على مدار الوقت، أما "تشارلي" فقد ساعد "بافيت" على تقدير العوائد الاقتصادية التي تأتي من

شراء الشركات الكبرى وامتلاكها، وبناء على ذلك ساعد "تشارلي" على تعلم "بافيت" التغلب على الإخفاقات النفسية التي غالبًا ما تحدث عندما يتخذ الأفراد

قرارات مالية، وما يجعل من السهل فهم الارتباك المتكرر بشأن قرارات "بافيت" الاستثمارية هو اعترافنا بأن "بافيت" عبارة عن توليفة من الرجال الثلاثة.

وكتب "ديكارت" قائلاً: "لا يكفي أن نتمتع بقدر جيد من الذكاء، فالشيء الأهم هو تطبيقه بشكل جيد". والتطبيق هو ما يفرق بين "بافيت" والمديرين الاستثماريين

الآخرين. وهناك عدد من نظرائه ممن يتمتعون بالذكاء الحاد، والانضباط، والتفاني، لكن "بافيت" يتفوق عليهم جميعاً بسبب قدرته الهائلة على دمج

إستراتيجيات هؤلاء الرجال الثلاثة الحكماء في نهج واحد متماسك.

الفصل الثالث شراء شركة: المبادئ الاثنا عشر التي لا تتغير

يرى "وارن بافيت" أنه ليس هناك فارق جوهري بين شراء شركة بالكامل نقدًا، وشراء جزء من هذه الشركة على هيئة حصص من الأسهم، لكن ما كان يفضله

دومًا من بين هذين الأمرين هو امتلاك شركة مباشرة؛ لأن ذلك يسمح له بأن تكون له سلطة التأثير في القضية الأكثر أهمية في شركة ما، وهي: تخصيص رأس

المال، ولكن شراء الأسهم العادية لشركة ما له عيب كبير، وهو: عدم القدرة على السيطرة على الشركة، ولكن يوضح "بافيت" أن هناك ميزتين بارزتين في المقابل،

وهما: الأولى، ساحة اختيار الشركات غير الخاضعة للرقابة - سوق الأوراق المالية - أكبر كثيرًا؛ والثانية: توفر سوق الأوراق المالية المزيد من الفرص لإيجاد صفقات،

ولكن في كلتا الحالتين، يتبع "بافيت" دائمًا الإستراتيجية نفسها، فهو يبحث عن الشركات التي يفهمها وتتمتع بأفاق مستقبلية إيجابية طويلة الأجل، ويديرها

أشخاص صادقون وذوو كفاءة، والأهم من ذلك أن تكون أسعار تلك الشركات متاحة بأسعار مغرية.

ويقول: "عندما نستثمر، فإننا ننظر إلى أنفسنا كمحللين تجاريين، لا كمحللين في السوق، وكذلك ليس محللين للاقتصاد الكلي، أو محللين أمنيين" ١ . وهذا يعني

أن "بافيت" يعمل في المقام الأول من منظور رجل الأعمال، فهو يتعامل مع الشركة بشكل شمولي، ويدرس جميع الجوانب الكمية والنوعية لإدارتها، ومركزها المالي، وسعر شرائها.

وإذا عدنا إلى الوراء، واستعرضنا كل عمليات الشراء التي قام بها "بافيت"، بحثًا عن القواسم المشتركة، فمن الممكن تمييز مجموعة من المبادئ الأساسية، أي

المبادئ التي توجه قراراته، وإذا استخلصنا هذه المبادئ، ووضعناها أمامنا؛ لإلقاء نظرة فاحصة عليها، فإننا نرى أنها تصنف نفسها إلى أربع فئات: 1. مبادئ الشركة - هناك ثلاث خصائص أساسية للشركة نفسها.

2. مبادئ الإدارة - هناك ثلاث صفات مهمة يجب على كبار المديرين أن يتحلوا بها.

3. المبادئ المالية - هناك أربعة قرارات مالية حاسمة يجب على الشركة الالتزام بها.

4. مبادئ السوق - هناك قاعدتان مترابطتان تتعلقان بالتكاليف.

ولن يظهر الاثنا عشر مبدأً جميعًا في عمليات الشراء التي قام بها "بافيت"، ولكن تشكل مجموعة هذه المبادئ في مجملها جوهر نهجه الاستثماري في الأسهم.

وتعد هذه المبادئ الاثنا عشر أيضًا بمنزلة المبادئ التي يدير بها "بافيت" شركة بيركشاير هاثاواي، والصفات نفسها التي يبحث عنها في الشركات التي يشتريها هي ما

يتوقع يوميًا أن يراها عندما تطأ قدماه أعتاب مكتبه.

مبادئ الشركة

يتعامل "بافيت" مع الأسهم كشيء مجرد ٢؛ فهو لا يفكر في نظريات السوق، أو مفاهيم الاقتصاد الكلي، أو اتجاهات القطاع، بل يتخذ قرارات استثمارية تستند

إلى كيفية عمل الشركة فحسب، ويعتقد أنه إذا تم توجيه الأفراد إلى القيام باستثمار ما على أساس مفاهيم سطحية، بدلاً من أساسيات الشركة، فسوف

يصبحون أكثر عرضة للشعور بالخوف عند المبادرة الأولى لوجود مشكلة ما، وعلى الأرجح، سوف يفقدون المال في أثناء ذلك، أما "بافيت"، فيركز بدلاً من ذلك على

تعلم كل ما بوسعه تعلمه بشأن الشركة قيد النظر، ويركز على ثلاثة مجالات رئيسية، وهي: 1. يجب أن تكون الشركة بسيطة ومفهومة المجال.

2. يجب أن يكون للشركة سجل عمل ثابت.

3. يجب أن تكون للشركة آفاق مستقبلية إيجابية طويلة الأجل.

مبادئ طريقة "وارن بافيت"

مبادئ الشركة

هل الشركة بسيطة ومفهومة المجال؟

هل لدى الشركة تاريخ تشغيلي ثابت؟

هل لدى الشركة آفاق مستقبلية مبشرة طويلة الأجل؟

مبادئ الإدارة

هل الإدارة عملانية؟

هل الإدارة صريحة مع حملة الأسهم؟

هل تقاوم الإدارة الانسحاق المؤسسي؟

المبادئ المالية

التفكير على عائدات الأسهم، وليس ربحية السهم الواحد.

حساب "أرباح المالك".

البحث عن الشركات ذات هوامش الربح العالية.

التأكد من أن الشركة قد ربحت دولارًا واحدًا على الأقل من القيمة السجوية مقابل كل دولار تم احتجازه.

مبادئ السوق

ما قيمة الشركة؟

هل يمكن شراء الشركة بسعر أقل من قيمتها بشكل كبير؟

يرى "بافيت" أن النجاح المالي للمستثمرين يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمستوى فهمهم استثماراتهم؛ حيث إن هذه السمة المميزة هي التي تفرق بين المستثمرين ذوي

التوجه التجاري ومعظم المستثمرين الذين يتبعون توجه الهجوم والانسحاب؛ أي الذين يشترون ويبيعون باستمرار.

وعلى مر السنين، امتلك "بافيت" مجموعة كبيرة من الشركات في العديد من الصناعات المختلفة، وبعض هذه الشركات كان هو المسيطر عليها، والبعض الآخر

كان، أو لا يزال، حامل أسهم الأقلية، لكنه كان يدرك تمام الإدراك كيف تعمل هذه الشركات كافة؛ لأنه كان يفهم العائدات، والنفقات، والتدفقات النقدية،

والعلاقات العمالية، ومرونة التسعير، واحتياجات تخصيص رأس المال لكل واحدة من الحيازات الخاصة بشركة بيركشاير.

إن "بافيت" قادر على الحفاظ على هذا المستوى العالي من المعرفة بشأن شركات بيركشاير؛ لأنه يقصر اختياره عمدًا على الشركات التي تقع ضمن نطاق فهمه المالي

والفكري، ولذا كان منطقته مقنعًا، أي إذا كنت تملك شركة (سواء أكان بشكل كامل، أم كحامل أسهم فيها) في صناعة لا تفهمها تمامًا، فلن يمكنك تفسير

التطورات بدقة، أو اتخاذ قرارات حكيمة.

ونجاح الاستثمار ليس مسألة تتعلق بالكم الذي تعرفه، وإنما يتعلق بكيف يمكنك تحديد ما لا تعرفه، ويقدم "بافيت" مشورته قائلاً: "استثمر في دائرة كفاءتك؛

فما يهم ليس حجم الدائرة، بل مدى تحديد المعايير" ٣ .

لم يتجنب "بافيت" التعقيد فحسب، وإنما يتجنب أيضًا شراء الشركات التي تحل مشكلات تجارية صعبة، أو التي تغير اتجاهها تغييرًا جذريًا؛ لأن خطتها

السابقة لم تؤت ثمارها، فقد أثبتت خبرته أن أفضل العائدات لا تحققها إلا الشركات التي تنتج المنتج نفسه، أو الخدمة نفسها عدة سنوات؛ حيث إن إجراء

تغييرات تجارية كبرى يؤدي إلى زيادة احتمالية ارتكاب أخطاء تجارية كبرى.

ويقول "بافيت": "إن التغيير الجذري والعائدات الاستثنائية لا يختلطان عادة" ٤ ، ولكن معظم الناس، للأسف، عادة ما يستثمرون، كأن العكس صحيح؛ حيث

يتجه المستثمرون إلى الصناعات، أو الشركات سريعة التغيير، التي تكون في خضم إجراء عملية إعادة تنظيم الشركات. ويقول "بافيت" إن المستثمرين مفتونون

للغاية - ولأسباب غير مبررة - بما قد يأتي به الغد، إلى الدرجة التي تجعلهم يتجاهلون واقع الأعمال اليوم.

ولا يهتم "بافيت" كثيرًا بالأسهام الرائجة على الدوام، بل كان أكثر اهتمامًا بشراء أسهم في الشركات التي يعتقد أنها ستكون ناجحة ومربحة على المدى الطويل.

ونظرًا إلى أن التنبؤ بالنجاح في المستقبل بالتأكيد ليس أمرًا مضمونًا، فإن سجل الأداء الثابت هو سجل أداء جدير بالثقة نسبيًا؛ لأنه عندما تظهر الشركة نتائج

ثابتة في النوع نفسه من المنتجات عامًا بعد عام، فإنه من المعقول أن نفترض أن تلك النتائج سوف تستمر.

كما يتجه "بافيت" أيضًا إلى تجنب الشركات التي لديها مشكلات صعبة تحاول حلها؛ حيث علمته التجربة أن الشركات التي تسعى إلى التعافي نادرًا ما تصل إليه،

ولذا يمكن أن يكون الأمر أكثر ربحية من خلال البحث عن الشركات الناجحة ذات الأسعار المعقولة، من البحث عن الشركات المتعثرة ذات الأسعار الأرخص،

ويعترف "بافيت" قائلاً: "لم أتعلم أنا وتشارلي كيفية حل مشكلات الشركات المتعثرة، أما ما تعلمناه فهو تجنبها، ويعود نجاحنا إلى تركيزنا على تحديد العقبات

التي تحتاج إلى خطوة واحدة لحلها، وليس لأننا اكتسبنا أية قدرة على التغلب على العقبات الكبرى" ٥ .

آفاق مستقبلية مبشرة طويلة الأجل

يقسم "بافيت" العالم الاقتصادي إلى جزأين غير متكافئين، وهما: مجموعة صغيرة من الشركات البارزة، التي يصفها بالامتيازات، ومجموعة أكبر كثيراً من

الشركات الضعيفة، التي لا يستحق معظمها الشراء. ويعرّف الامتياز بأنه شركة تقدم منتجاً أو خدمة (١) ضرورية أو مرغوبة، (٢) ليس لها بديل مقارب، (٣) لا

تخضع للوائح، وتسمح هذه السمات للشركة بالاحتفاظ بأسعارها، وأحياناً رفعها، دون الخوف من فقدان حصة السوق، أو حجم الوحدة، وتعتبر هذه المرونة في

التسعير إحدى الخصائص التي تميز الشركات البارزة؛ لأنها تسمح للشركة بكسب عوائد فوق المتوسط على رأس المال.

ويقول "بافيت": "نحن نفضل الأسهم التي تدر عوائد مرتفعة على رأس المال المستثمر؛ حيث يكون هناك احتمال كبير بأنها ستستمر في إدرار تلك العوائد المرتفعة"

٦ ، وأضاف قائلاً: "إنني أنظر إلى الميزة التنافسية طويلة الأجل، وما إذا كانت هذه الميزة شيئاً سيدوم أم لا" ٧ .

بشكل فردي وجماعي، تنشئ هذه الشركات البارزة ما يدعوه "بافيت" خندقاً ١ ، أي الشيء الذي يعطي الشركة تمايزاً واضحاً على الآخرين، ويحميها من اجتياح

المنافسة، وكلما كان الخندق أكبر، وأكثر قدرة على تحمل الظروف، زاد حبه له أكثر. ونتيجة لذلك، يقول "وارن": "إن مفتاح الاستثمار هو تحديد الميزة التنافسية

لأية شركة معينة، وقبل كل شيء، دوام هذه الميزة، فالمنتجات أو الخدمات التي لديها خنادق واسعة وقوية حولها هي تلك التي يجني ثمارها المستثمرون، ويعتبر أهم شيء بالنسبة لي هو معرفة مدى حجم الخندق الموجود حول الشركة، أما ما أحبه، بطبيعة الحال، فهو وجود قلعة كبيرة وخندق كبير مليء بالأسماء الضارية والتماسيح" ٨ .

وأخيرًا، يخبرنا "بافيت"، بوحدة من بين العديد من نصائحه الحكيمة ألا وهي: "يتم تعريف الشركة بأنها شركة بارزة عندما تظل متربعة على عرش التميز لمدة تتراوح بين ٢٥ و ٣٠ عامًا" ٩ .

وعلى العكس من ذلك، فإن الشركات الضعيفة تقدم منتجًا لا يمكن تمييزه تقريبًا عن منتجات منافسيها، أي مجرد سلعة فحسب. فمنذ سنوات، كانت السلع الأساسية تشمل النفط، والغاز، والكيماويات، والنحاس، والخشب، والقمح، وعصير البرتقال، أما اليوم فقد صارت السلع تشمل: الحواسيب، والسيارات، وخدمات الطيران، والخدمات المصرفية، والتأمين، وعلى الرغم من ميزانيات الإعلانات الضخمة، فإنها غير قادرة على تحقيق تمايز واضح بين المنتجات.

وبشكل عام، إن الشركات التي قوامها السلع هي شركات ذات عوائد منخفضة، و"مرشحة بدرجة أولى لمواجهة مشكلات في تحقيق أرباح" ١٠ ؛ حيث إن منتجاتها

في الغالب لا تختلف عن منتجات أية شركة أخرى؛ لذا فلن يتسنى لها التنافس إلا على أساس السعر الذي يخفض بالطبع هوامش الربح، وبناء على ذلك، فإن

أفضل طريقة يمكن الاعتماد عليها لجعل الشركات التي تعمل في تجارة السلع تحقق أرباحًا هي أن تطرح سلعا بتكلفة منخفضة عن المنافسين، أما الوقت الآخر

الوحيد الذي يمكن للشركات التي قوامها السلع أن تحقق أرباحًا جيدة فيه، فهو خلال

فترات العرض المحدود؛ وهو عامل يصعب التنبؤ به بشكل كبير. وقد

أوضح "بافيت" قائلاً: "إن مفتاح تحديد الربح طويل الأجل للشركات التي تعمل في تجارة السلع هو نسبة العرض المحدود إلى سنوات العرض الوفير"، ومع ذلك

فإن هذه النسبة غالبًا ما تكون ضئيلة، ثم أفصح قائلاً: "ما أفضله هو القوة الاقتصادية في مجال أفهمه، وأعتقد أنه سيستمر" ١١ .

مبادئ الإدارة

عند التفكير في خوض استثمار جديد، أو شراء شركة، ينظر "بافيت" بجدية بالغة إلى جودة الإدارة، ويخبرنا بأن الشركات، أو الأسهم التي تشتريها شركة

بيركشاير، يجب أن تتم إدارتها من قبل مديرين أمناء وأكفاء، يكونون محط إعجابه، ويمكنه منح ثقته إياهم، كما يقول أيضًا: "نحن لا نرغب في التعامل مع

مديرين يفتقرون إلى الصفات الجديرة بالإعجاب، مهما كانت توقعات شركاتهم المستقبلية مغرية؛ إذ إننا لم ننجح قط في إجراء صفقات ناجحة مع شخص غير

جدير" ١٢ .

وعندما كان "بافيت" يعثر على مديرين يثيرون إعجابه، كان يصدق عليهم بكل آيات الثناء، وسيجد قراء رسالة الرئيس في التقارير السنوية لشركة بيركشاير عامًا

بعد عام، كلمات "بافيت" الدافئة الموجهة إلى أولئك الذين يديرون مختلف شركات بيركشاير.

وهو يتسم بالدقة البالغة عندما يتعلق الأمر بإدارة الشركات التي تكون أسهمها قيد النظر، فهو يبحث على وجه الخصوص عن ثلاث سمات: 1. هل الإدارة عقلانية؟

2. هل الإدارة صريحة مع حملة الأسهم؟

3. هل تقاوم الإدارة الانسياق المؤسسي؟

إن أسمى تقدير يمكن أن يقدمه "بافيت" إلى المدير هو أن يجعله يتصرف ويتعامل مع الشركة كأنه مالكيها، ولا يفتر عن تقديم أقصى ما عنده من أجل هذه

الشركة؛ فالمديرون الذين يتصرفون كأنهم هم مالكو الشركة، ينزعون إلى عدم إغفال هدف الشركة الرئيسي - وهو زيادة القيمة المضافة لحاملي الأسهم - ومن ثم

يتجهون إلى اتخاذ قرارات عقلانية تساعد على تحقيق هذا الهدف، كما يعرب "بافيت" عن إعجابه الكبير بالمديرين الذين يأخذون مسؤولياتهم على محمل الجد،

ويقدمون تقارير صريحة وكاملة إلى المساهمين، ولديهم الشجاعة لمقاومة ما وصفه بالانسحاق المؤسسي، الذي يعني اتباع نظراء الصناعة اتباعاً أعمى.

العقلانية

أهم عمل إداري هو تخصيص رأسمال الشركة، وتكمن أهميته القوي في أنه يحدد القيمة المضافة لحاملي الأسهم مع مرور الوقت، ومن ثم فإن البت فيما يجب

القيام به فيما يتعلق بأرباح الشركة -أي إعادة الاستثمار في الشركة، أو إعادة الأموال إلى المساهمين - يعتبر في رأي "بافيت" تطبيقاً للمنطق والعقلانية على أرض

الواقع. وقد كتبت "كارول لوميس" في مجلة فورتنش قائلة: "العقلانية هي الصفة التي يرى بافيت أنها تميز بين الأسلوب الذي يديره بيركشاير، والصفة التي

غالبًا لا يجدها في شركات أخرى" ١٣ .

وترتبط مسألة أين يجب تخصيص الأرباح بالمكان الحالي للشركة في دورة حياتها؛ ففي الوقت الذي تتحرك فيه الشركة خلال دورة حياة اقتصادها، تتغير معدلات

نموها، ومبيعاتها، وأرباحها، وتدفعاتها النقدية بشكل جذري، وتمر بعدة مراحل، وهي: مرحلة التطوير، وتفقد فيها الشركة المال؛ لأنها تطور المنتجات،

وتؤسس الأسواق، ثم خلال المرحلة التي تليها، وهي مرحلة النمو السريع، تحقق الشركة

أرباحًا، ولكنها تنمو بسرعة بالغة، لدرجة لا تُمكنها من دعم النمو؛

ومن ثم في كثير من الأحيان يجب ألا تحتجز الشركة جميع أرباحها فحسب، وإنما عليها أن تقوم أيضًا باقتراض المال، أو إصدار أسهم لتمويل النمو، ثم تأتي

المرحلة الثالثة، وهي مرحلة النضج، التي يتباطأ خلالها معدل النمو، وتبدأ الشركة إدرار أرباح أكثر مما تحتاج إليه، لتكاليف التطوير والتشغيل، ثم المرحلة

الأخيرة، مرحلة التدهور، وتعاني فيها الشركة انخفاضًا في المبيعات والأرباح، ولكنها لا تزال تدر فائضًا نقديًا، أما السؤال الذي يطرح نفسه في المرحلتين الثالثة

والرابعة، ولا سيما في المرحلة الثالثة، فهو: كيف ينبغي تخصيص تلك الأرباح؟

وإذا كان النقد الإضافي، الذي أعيد استثماره داخليًا، يمكن أن ينتج عائداً يفوق متوسط العائدات على الأسهم، ويكون أعلى من تكلفة رأس المال، فيجب على

الشركة احتجاز جميع أرباحها، وإعادة استثمارها، ويعد هذا هو المسار المنطقي الوحيد؛ لأن استخدام الأرباح المحتجزة من أجل إعادة الاستثمار في الشركة بأقل

من متوسط تكلفة رأس المال هو أمر غير عقلائي تمامًا، لكنه أمر شائع جدًا أيضًا.

ويوجد ثلاثة خيارات أمام الشركة التي لديها عوائد استثمارية متوسطة، أو أقل من المتوسط، ولكنها تدر نقدًا يتجاوز احتياجاتها، وهي: (١) تجاهل المشكلة

والاستمرار في إعادة الاستثمار بمعدلات أقل من المتوسط، (٢) استغلال السيولة النقدية في زيادة نموها، أو (٣) إعادة المال إلى المساهمين. وفي مفترق الطرق هذا،

يركز "بافيت" تركيزًا شديدًا على القرارات التي تتخذها الإدارة؛ لأن هذه القرارات توضح هل ستصرف الإدارة على نحو عقلائي أم لا.

وبصفة عامة، فإن المديرين الذين يواصلون إعادة استثمارهم على الرغم من عائدهم دون المتوسط، يفعلون ذلك اعتقادًا منهم أن الوضع مؤقت، واقتناعًا منهم

بأنهم من خلال الحنكة الإدارية، سيكون بمقدورهم تحسين ربحية الشركة، ويصبح المساهمون منبهرين بتوقعات الإدارة للتحسينات. أما إذا كانت الشركة

تتجاهل هذه المشكلة باستمرار، فإن النقد سيصبح مصدرًا غير مستثمر على نحو متزايد، وسينخفض سعر السهم. كما ستجذب تلك الشركة ذات العوائد

الاقتصادية الضعيفة، وفائض النقد، وسعر السهم المنخفض، المغيرين عليها، وسيكون ذلك بداية نهاية فترة ولاية الإدارة الحالية. ولذا من أجل حماية أنفسهم،

غالبًا ما يختار المديرون التنفيذيون الخيار الثاني بدلاً من ذلك، وهو: شراء النمو من خلال شراء شركة أخرى.

إن الإعلان عن خطط الاستحواذ يؤدي إلى إثارة حماس أصحاب الأسهم، وردع المغيرين على الشركة، لكن الشكوك كانت تساور "بافيت" بشأن الشركات التي

تحتاج إلى شراء النمو، فمن ناحية غالبًا ما يكون النمو بسعر مبالغ فيه؛ ومن ناحية أخرى، فإن الشركة التي يجب أن تنضم إلى شركة جديدة، وتديرها، هي

عرضة لاقتراف أخطاء قد تكون مكلفة للمساهمين.

وفي رأي "بافيت"، فإن المسار المعقول والموثوق به الوحيد للشركات، التي لديها حجم متزايد من السيولة التي لا يمكن إعادة استثمارها بمعدلات أعلى من

المتوسط، هو إعادة تلك الأموال إلى المساهمين؛ لذلك هناك طريقتان متاحتان في هذا الصدد، وهما: (١) بدء توزيع أرباح الأسهم، أو رفع نسبة الأرباح على

الأسهم، و(٢) إعادة شراء الأسهم.

وبفضل السيولة النقدية من أرباح الأسهم، تتاح للمساهمين فرصة البحث عن عوائد أعلى في أماكن أخرى؛ حيث يبدو هذا من أول وهلة كأنه صفقة جيدة؛

لذلك يرى كثير من الناس أن الزيادة في الأرباح تعتبر برهانًا على الأداء الجيد للشركات،

ويعتقد "بافيت" أن هذا لن يكون صحيحًا إلا إذا كان يمكن للمستثمرين

الحصول مقابل أموالهم على أرباح أكثر مما يمكن أن تدرها الشركة إذا احتجرت الأرباح،
وأعادت الاستثمار داخل الشركة.

وإذا أسيء فهم القيمة الحقيقية لأرباح الأسهم في بعض الأحيان، فإن الآلية الثانية التي
تتعلق بإعادة الأرباح إلى المساهمين - إعادة شراء الأسهم - يساء فهم

قيمتها على نحو أكبر من ذلك كثيرًا؛ وذلك لأن الفائدة التي تعود على أصحابها تكون في
كثير من النواحي مباشرة وملموسة وفورية بصورة أقل.

وعندما تقوم الإدارة بإعادة شراء الأسهم، يشعر "بافيت" بأن الفائدة ذات شقين، وهما:
إذا كان السهم يباع بأدنى من قيمته الحقيقية، فإن شراء الأسهم يعتبر

صفقة تجارية ناجحة، أما إذا كان سعر سهم الشركة هو ٥٠ دولارًا، وقيمتها الحقيقية هي
١٠٠ دولار، ثم كل مرة تشتري الإدارة أسهمها، فإنها تحصل على دولارين

من القيمة الذاتية لكل ١ دولار تم إنفاقه، ويمكن أن تكون المعاملات من هذا النوع
مربحة للغاية للمساهمين المتبقين.

وعلاوة على ذلك، يقول "بافيت"، عندما يشتري المديرون التنفيذيون بشكل فعال أسهم
الشركة في السوق، فإنهم يرهنون على أنهم يضعون مصالح ملاك

الشركة نصب أعينهم، وأنهم لا يسعون بشكل غير مدروس إلى توسيع هيكل الشركة.
وهذا النوع من المواقف يرسل إشارات إلى السوق، ويجذب المستثمرين

الآخرين، الذين يبحثون عن شركة ذات إدارة ناجحة تزيد من ثروة المساهمين. وفي كثير
من الأحيان، يجني المساهمون ثمار ذلك مرتين؛ الأولى من خلال الشراء

الأولى من السوق المفتوحة، والثانية عندما يكون لفائدة المستثمرين، بالتالي، تأثير إيجابي
في السعر.

يحمل "بافيت" تقديرًا كبيرًا لأولئك المديرين الذين يقدمون تقارير عن الأداء المالي لشركتهم بشكل مستوفٍ وصادق، ومن يعترفون بالأخطاء ويتقاسمون

النجاحات، أولئك الصرحاء مع المساهمين في الأمور كافة، بل يحترم على وجه الخصوص المديرين القادرين على الحديث عن أداء شركتهم دون أن يختبئوا وراء

مبادئ المحاسبة المقبولة عمومًا.

ويقول "بافيت": "ما يجب الإفصاح عنه هو البيانات - سواء أكانت تلك البيانات وفقًا لمبادئ المحاسبة المقبولة عمومًا، أم تم جمعها بطريقة بديلة عنها، أو بطرق

إضافية عن مبادئ المحاسبة المقبولة عمومًا - التي تساعد القراء الملمين بالميدان المالي على الإجابة عن ثلاثة أسئلة رئيسية، وهي: (١) ما قيمة الشركة تقريبًا؟ (٢) ما

احتمالية أن تفي بالتزاماتها المستقبلية؟ (٣) ما مدى جودة عمل المديرين في ظل الظروف المحيطة؟ ١٤ .

ويكن "بافيت" أيضًا إعجابًا بالمديرين الذين لديهم الشجاعة لمناقشة الإخفاقات علنًا. فعلى مر الوقت، تقترف الشركات جميع الأخطاء، الكبير منها والهيئن، كما

يرى أن هناك عددًا كبيرًا جدًا من المديرين الذين يقدمون تقارير تتسم بتفاؤل مبالغ فيه، بدلًا من تقديم شروح صادقة، وربما لا تخدم هذه التقارير سوى

مصالحهم الخاصة على المدى القريب، لكنها لا تكون في مصلحة أحد على المدى البعيد.

ويقول بمنتهى الصراحة إن معظم التقارير السنوية ما هي إلا تقارير صورية، ولهذا السبب كان صريحًا للغاية في تقاريره السنوية الخاصة به، التي كان يقدمها إلى

مساهمي شركة بيركشاير هاثاواي، فيما يتعلق بأداء بيركشاير الاقتصادي والإداري، سواء أكان جيدًا أم سيئًا. وعلى مر السنين، فقد اعترف بالصعوبات التي

واجهتها بيركشاير في كل من شركات النسيج والتأمين، وإخفاقات إدارته فيما يتعلق بهذه الشركات. وبدأ التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي عام ١٩٨٩ في

اتباع ممارسة إدراج أخطائه رسمياً، وسماه "أخطاء الأعوام الخمسة والعشرين الأولى (نسخة مختصرة)". وبعد ذلك بعامين، تم تغيير العنوان إلى "خطأ اليوم"،

وفي هذا الصدد، لم يعترف "بافيت" بالأخطاء التي ارتكبت فحسب، وإنما بالفرص الضائعة نتيجة فشله في التصرف على نحو مناسب.

وقد رأى النقاد أن اعتراف "بافيت" بأخطائه علناً أمر ينطوي على المراوغة بعض الشيء؛ فبسبب ملكيته الشخصية حصة كبيرة من الأسهم العادية لشركة

بيركشاير، فإنه لن يكون مضطراً إلى القلق مطلقاً بشأن فصله من العمل. هذا صحيح، ولكن من خلال الحديث بصراحة في تقاريره، يخلق "بافيت" رويدياً رويدياً

نهجاً جديداً لإعداد التقارير الإدارية. ويعتقد "بافيت" أن الصراحة تفيد المدير قدر ما تفيد المساهم، كما يقول " تشارلي مانجر": "إن الرئيس التنفيذي الذي يضل

الآخرين في العلقن، قد يضل نفسه في الخفاء في نهاية المطاف" ١٥ . ويرجع "بافيت" الفضل إلى " تشارلي مانجر" في مساعدته على فهم قيمة دراسة أخطاء المرء،

بدلاً من التركيز على النجاحات فحسب.

الانسياق المؤسسي

إذا كانت الإدارة ستكتسب الحكمة والمصدقية من خلال مواجهة أخطائها، فلماذا لا تعلن العديد من التقارير السنوية بصوت عالٍ إلا عن نجاحاتها فحسب؟ وإذا

كان تخصيص رأس المال أمراً بسيطاً ومنطقياً، فلماذا يتم تخصيص رأس المال على نحو سيئ للغاية؟ وتوصل "بافيت" إلى أن الجواب هو أن هناك قوة خفية

يسميتها "الانسياق المؤسسي"؛ وهو ميل يشبه عقلية القطيع، يدفع مديري الشركات إلى

تقليد سلوك الآخرين، بغض النظر عن مدى سخافته أو عدم عقلانيته.

وكان هذا هو الاكتشاف الأكثر إثارة للدهشة في مسيرته المهنية التجارية؛ فقد تعلم من خلال دراسته أن المديرين ذوي الخبرة لابد أن يكونوا صادقين وأذكياء، وأن يتخذوا قرارات تجارية عقلانية تلقائياً، ولكن بمجرد ولوجه إلى عالم الأعمال، تعلم بدلاً من ذلك أن "العقلانية كثيراً ما تتلاشى عندما يظهر الانسياق المؤسسي على الساحة" ١٦ .

ويعتقد "بافيت" أن الانسياق المؤسسي هو المسئول عن عدة أوضاع خطيرة، ولكنها شائعة بشكل مخيف مثل: "(١) مقاومة المؤسسة إجراء أي تغيير في اتجاهها الحالي؛ (٢) حين يتوسع العمل ليملاً الوقت المتاح، تبرز مشروعات الشركات أو عمليات الاستحواذ لالتهام الأموال المتاحة؛ (٣) أية رغبة تجارية يتوق إليها القائد، مهما بلغت حماقتها، سرعان ما ستلاقي دعماً من خلال توفير معدل مفصل للعائد، ودراسات إستراتيجية يعدها الأفراد التابعون له، (٤) التقليد الأعمى لسلوك الشركات النظرية، سواء أكانت في مرحلة التوسع أم الاستحواذ، أم تحديد تعويضات المديرين التنفيذيين، أو أيًا كانت المرحلة التي تمر بها" ١٧ .

وقد تعلم "بافيت" هذا الدرس في وقت مبكر، حينما اتخذ "جاك رينجوالت"، رئيس شركة ناشونال إندمنتي للتعويضات، التي استحوذت عليها بيركشاير في عام ١٩٦٧، خطوة بدت عنيدة، تتمثل في أنه حينما كانت معظم شركات التأمين تصدر بوليصة تأمين بشروط تضمن إدراج عائدات غير كافية، أو ما هو أسوأ، وقوع

خسائر، ابتعد "رينجوالت" عن السوق، ورفض إصدار بوليصات جديدة. وقد اعترف "بافيت" بحكمة قرار "رينجوالت"، وحذا حذوه، ولا تزال شركات التأمين في

بيركشاير تعمل على هذا المبدأ حتى اليوم: مجرد قيام الجميع بأمر ما، لا يجعله صحيحاً.

فما الذي يكمن وراء الانسياق المؤسسي الذي يحرك الكثير من الشركات إذن؟ إنها الطبيعة البشرية؛ فمعظم المديرين لا يرغبون في أن يظهروا بمظهر الحمقى، إذا

تكبدت شركتهم، على سبيل المثال، خسارة ربع سنوية محرجة، بينما يكون هناك من لا يزالون يحققون مكاسب ربع سنوية في صناعتهم، على الرغم من أنهم في طريقهم لا محالة إلى السقوط في الهاوية.

وليس من السهل مطلقاً اتخاذ قرارات غير تقليدية، أو تغيير المسار. ومع ذلك، ينبغي للمدير الذي يتمتع بمهارات اتصال قوية، أن يكون قادراً على إقناع المالكين

بقبول خسارة قصيرة الأجل في الأرباح، وتغيير اتجاه الشركة إذا كانت تلك الإستراتيجية ستؤدي إلى نتائج ممتازة مع مرور الوقت. وقد تعلم "بافيت" أن عدم

القدرة على مقاومة الانسياق المؤسسي، غالباً لا يرجع أساسه إلى أصحاب الشركة، وإنما إلى استعداد مديريها لقبول التغيير الجوهرى، حتى عندما يقبل المديرون

فكرة الحاجة إلى إجراء تغيير جذري، فإن تنفيذ هذه الخطة غالباً ما يصعب على معظم المديرين إنجازه، ولذا يستسلم الكثير منهم لإغراء شراء شركة جديدة

دون مواجهة الحقائق المالية للمشكلة الحالية.

لماذا يفعلون ذلك إذن؟ يقوم "بافيت" بحصر ثلاثة عوامل باعتبارها الأكثر تأثيراً في سلوك الإدارة، وهي: 1. ليس بمقدور معظم المديرين كبح جماح رغبتهم في العمل، ولذا كثيراً ما يجد هذا النشاط المفرط منفذاً له في عمليات الاستحواذ على الشركات.

2. يقوم معظم المديرين، باستمرار، بمقارنة مبيعات شركتهم وأرباحها والتعويضات التنفيذية بالشركات الأخرى داخل وخارج صناعتهم، وغالباً ما تدفع هذه

المقارنات الشركات إلى القيام بالمزيد من النشاط.

3. لدى معظم المديرين شعور مبالغ فيه بقدراتهم الخاصة.

وهناك مشكلة شائعة أخرى تعلمناها، وهي ضعف مهارات التخصيص؛ حيث يرتقي كبار المديرين التنفيذيين في كثير من الأحيان إلى منصبهم من خلال التفوق في

مجالات أخرى في الشركة، بما في ذلك المجالات الإدارية، أو الهندسية، أو التسويقية، أو الإنتاجية، ولكن نظرًا إلى قلة خبرتهم في مجال تخصيص رأس المال،

فإنهم يلجأون إلى موظفين أو استشاريين، أو مصرفيين استثماريين، ثم حتمًا يدخل الانسياق المؤسسي في عملية صنع القرار. فإذا كان الرئيس التنفيذي يرغب في

عملية استحواذ محتملة لشركة ما تتطلب تحقيق ١٥٪ عائداً على الاستثمار لتبرير الشراء، فيشير "بافيت" إلى كم هو أمر مدهش مدى السلسلة التي يقدم بها

تابعوه تقارير مفادها أنه في الواقع يمكنه تحقيق عائد يقدر بـ ١٥.١٪.

والتبرير الأخير للانسياق المؤسسي هو التقليد الأعمى، حينما يقول الرئيس التنفيذي للشركة "د" لنفسه: "إذا كانت الشركات أ و ب و ج تفعل الشيء ذاته، فلا

بأس إذن من التصرف على المنوال نفسه".

وهي إذن في وضع يدفعها إلى الفشل لا محالة، ولا يعتقد "بافيت" أن السبب هو فسادها أو غباؤها، وإنما لأن قوى الانسياق المؤسسي تجعل من الصعب مقاومة

السلوك المحكوم عليه بالفشل، كما استعرض "بافيت"، خلال حديثه أمام مجموعة من طلاب جامعة نوتردام، قائمة تضم ٣٧ شركة استثمار مصرفي، وأوضح

أن كل شركة منها قد فشلت، على الرغم من أن احتمالات النجاح كانت في صالحها، ثم تحدث عن الجوانب الإيجابية، وهي: قد تضاعف حجم التداول في بورصة

نيويورك بمقدار ١٥ ضعفًا، وكانت الشركات يترأسها أشخاص مجتهدون ذوو مستويات عالية من الذكاء، وجميعهم لديهم رغبة قوية في النجاح، ومع ذلك فقد

فشل الجميع. وتوقف "بافيت" قليلًا، ثم قال بجدية، وعينه تجوب أرجاء الغرفة كافة:

"فكروا في ذلك، كيف يمكنهم الوصول إلى نتيجة من هذا القبيل؟ سوف

أقول لكم كيف _ إنه التقليد الأعمى لأقرانهم" ١٨ .

تقييم الإدارة

سيكون "بافيت" أول من يعترف بأن تقييم المديرين وفقًا لهذه الأبعاد - العقلانية، والصراحة، والتفكير المستقل - هو أكثر صعوبة من قياس الأداء المالي؛ لسبب

بسيط وهو أن البشر أكثر تعقيدًا من الأرقام.

والواقع أن العديد من المحللين يعتقدون أنه نظرًا إلى ما يتسم به قياس النشاط البشري من غموض وعدم دقة، فلن تتمكن من تقييم الإدارة بأي قدر من الثقة،

ومن ثم فإنه إجراء لا جدوى منه، ودون وجود رقم دقيق، فلن يكون هناك شيء يمكن قياسه. بينما يرى آخرون أن قيمة الإدارة تنعكس بشكل كامل في

إحصاءات أداء الشركة - بما في ذلك المبيعات، وهوامش الربح، والعائد على الأسهم - وليس هناك حاجة إلى وجود معيار آخر للقياس.

وكل من الرأيين له وجهته، لكنني أرى أن كليهما ليس قويًا بما يكفي ليفوق أهمية الفرضية الأصلية، وهو أن السبب وراء أخذ الوقت لتقييم الإدارة هو أن هذا

تُسفر عنه مؤشرات الإنذار المبكر التي تتعلق بالأداء المالي النهائي. فإذا نظرتم عن كثب إلى أقوال فريق الإدارة وأفعاله، فسوف تجدون أدلة من شأنها أن تساعدكم

على قياس قيمة عمل الفريق قبل ظهورها بوقت طويل في التقارير المالية للشركة، أو في صفحات أخبار البورصة في إحدى الصحف اليومية، وسوف يتطلب القيام

بذلك بذل بعض الجهد، وهذا قد يكون كافيًا لتثبيط همّة ضعاف القلوب، أو الكسالى، فخسارتهم مكسب لك.

ويقدم "بافيت" بعض النصائح من أجل جمع المعلومات اللازمة، وهي مراجعة التقارير السنوية لبضع سنوات ماضية، مع إيلاء اهتمام خاص بما تحدثت عنه الإدارة بشأن إستراتيجيتها المستقبلية، ثم مقارنة تلك الخطط بنتائج اليوم؛ ومعرفة إلى أي مدى تحققت هذه الخطط على أرض الواقع؟ وكذلك مقارنة الإستراتيجيات الخاصة ببضع سنوات مضت بإستراتيجيات وأفكار هذا العام؛ ورؤية مدى تغير التفكير؟ ويرى "بافيت" أيضاً أن مقارنة التقارير السنوية للشركة محط اهتمامك بتقارير الشركات المماثلة في المجال نفسه يمكن أن يكون أمراً ذا قيمة كبيرة، فليس من السهل دائماً العثور على نسخ طبق الأصل، ولكن مقارنات الأداء النسبية أيضاً يمكن أن تسفر عن رؤى وأفكار.

ومن الجدير بالذكر أن جودة الإدارة بحد ذاتها ليست كافية لجذب اهتمام "بافيت"، ومهما كانت الإدارة مثيرة للإعجاب، فلن يستثمر في الأفراد وحدهم؛ لأنه يعلم أن هناك نقطة يعجز فيها أيضاً المديرون الأكثر كفاءة وقدرة عن إنقاذ شركة متعثرة. وقد كان "بافيت" محظوظاً للعمل مع بعض من ألمع المديرين في الشركات الأمريكية، بمن في ذلك "توم ميرفي"، و"دان بورك" في كابيتال سيتيز/ إيه بي سي، و"روبرتو جويزويتا"، و"دونالد كيو" في شركة كوكاكولا، و"كارل رايكهارت" في شركة ويلز فارجو، ومع ذلك، فإنه سريعاً ما يوضح قائلاً: "إذا وضعت هؤلاء الأشخاص أنفسهم للعمل في شركة لسياط العربات التي تجرها الدواب، فلن يكون هناك فرق كبير" ١٩ ، كما أضاف قائلاً: "عندما تتولى إدارة ما يتمتع أفرادها بمهارة العمل داخل شركة ذات اقتصاديات أساسية ضعيفة، فإن سمعة الشركة الضعيفة ستكون لها الغلبة على مهارة الإدارة" ٢٠ .

وترتكز المبادئ المالية التي يقيس "بافيت" وفقاً لها كلاً من التميز الإداري والأداء الاقتصادي على بعض المبادئ الشبيهة بمبادئ "بافيت"، فمن ناحية، هو لا يأخذ

النتائج السنوية على محمل الجد، بل كان يركز بدلاً من ذلك على المعدلات كل خمس سنوات. وكان يقول ساخراً إن العوائد المربحة لا تتزامن دائماً مع الوقت

الذي يستغرقه الكوكب ليدور حول الشمس، كما أنه يضيق ذرعاً بالتلاعب في الحسابات ما تنتج عنه أرقام باهرة في نهاية العام، ولكنها ذات قيمة حقيقية

ضئيلة، وبدلاً من ذلك فهو يتخذ من هذه المبادئ الأربعة مرشداً له: 1. التركيز على العائد على الأسهم، وليس ربحية السهم الواحد.

2. حساب "أرباح المالك" للحصول على انعكاس حقيقي للقيمة.

3. البحث عن شركات ذات هوامش ربح عالية.

4. التأكد من أن الشركة قد ربحت دولاراً واحداً على الأقل من القيمة السوقية مقابل كل دولار تم احتجازه.

العائد على الأسهم

عادة ما يقيس المحللون أداء الشركة السنوي من خلال النظر في ربحية السهم. هل زادت ربحية السهم عن العام السابق؟ هل فاقت الشركة التوقعات؟ هل

الأرباح مرتفعة بما فيه الكفاية للتباهي بها؟

ويعتبر "بافيت" أن ربحية السهم ما هي إلا تمويه، وبما أن معظم الشركات تحتجز جزءاً من أرباحها في العام السابق كوسيلة لزيادة قاعدة أسهمها، فإنه لا يرى

أن هناك ما يدعو إلى التحمس إلى تحقيق رقم قياسي في ربحية الأسهم، وأنه ليس هناك ما يثير الدهشة بشأن شركة تزيد ربحية السهم بنسبة ١٠٪، إذا كانت في

الوقت ذاته تنمي قاعدة أرباحها بنسبة ١٠٪. ويوضح أنه ليس هناك فرق بين وضع المال في حساب توفير، وترك الفائدة تتراكم وتتضاعف. ولذا يفضل "بافيت" في

قياس الأداء السنوي للشركة استخدام نهج العائد على الأسهم، أي نسبة الأرباح التشغيلية إلى حقوق المساهمين.

ومن أجل استخدام هذه النسبة، فنحن نحتاج إلى إجراء عدة تعديلات؛ أولها، يجب تقييم جميع الأوراق المالية القابلة للتداول على أساس التكلفة، وليست

القيمة السوقية؛ لأن القيم في سوق الأوراق المالية ككل يمكن أن تؤثر بشكل كبير في عائدات حقوق المساهمين في شركة معينة. فعلى سبيل المثال، إذا ارتفعت

سوق الأسهم بشكل كبير خلال سنة واحدة، ومن ثم زيادة القيمة الصافية لشركة ما، فسينخفض الأداء التشغيلي المتميز حقاً عند مقارنته بمقام كسر أكبر.

وعلى العكس من ذلك، يؤدي انخفاض الأسعار إلى انخفاض حقوق المساهمين؛ ما يعني أن النتائج التشغيلية المتوسطة تبدو أفضل كثيراً مما هي عليه بالفعل.

أما ثاني هذه التعديلات، فهو أن علينا ضبط البنود غير العادية التي قد تؤثر في بسط الكسر العشري لهذه النسبة. ويستثنى "بافيت" جميع الأرباح والخسائر

الرأسمالية، وكذلك أية بنود استثنائية قد تزيد أو تنقص الأرباح التشغيلية؛ فهو يسعى إلى فصل الأداء السنوي المحدد لشركة ما؛ حيث يريد أن يعرف مدى

نجاح الإدارة في إنجاز مهمتها المتمثلة في تحقيق عائد على عمليات الشركة في ضوء رأس المال المستثمر، وهذا على حد قوله أفضل مقياس للأداء الاقتصادي للإدارة.

علاوة على ذلك، يرى "بافيت" أن الشركة يجب أن تحقق عوائد جيدة على الأسهم، وفي الوقت نفسه تكون ذات ديون قليلة أو معدومة، فقد كان يعلم أن

الشركات يمكن أن تزيد عائدها على الأسهم من خلال زيادة نسبة الديون إلى حقوق

الملكية، لكنه لا يروق له ذلك؛ حيث قال: "إن الشركات الناجحة أو القرارات

الاستثمارية الصائبة ستحقق نتائج مرضية تمامًا دون مساعدة القروض" ٢١ . وعلاوة على ذلك، فإن الشركات التي تكون نسبة استدانها عالية تكون معرضة

للخطر خلال فترات الكساد الاقتصادي، ولذا فإن "بافيت" يفضل أن يكون مخطئًا عند اختيار الجودة المالية بدلًا من المخاطرة بمصلحة ملاك شركة بيركشاير من خلال زيادة المخاطر التي تترتب على ارتفاع مستويات الديون.

وعلى الرغم من موقفه المتحفظ، فإن "بافيت" ليس لديه رهاب الديون، فهو في الواقع يفضل اقتراض المال تحسبًا لاستخدامه في المستقبل، قبل أن تدعوه الحاجة

إلى ذلك. وقد أوضح أن الأمر سيكون مثاليًا، إذا كان توقيت عمليات الاستحواذ المربحة لشركة ما متزامنًا مع توافر الأموال، ولكن التجربة أظهرت أن العكس هو

الذي يحدث، فالقروض الميسرة عادة ما تجبر أسعار الأصول على الارتفاع، والتضيق الائتماني وارتفاع أسعار الفائدة يرفعان من تكاليف الديون، وكثيرًا ما تدفع

أسعار الأصول إلى الانخفاض، وعندما تكون أفضل الأسعار متاحة لشراء الشركات فقط، فإن تكلفة الأموال (أسعار الفائدة المرتفعة) من شأنها أن تقلل من

جاذبية الفرصة. ولهذا السبب، يقول "بافيت"، ينبغي للشركات إدارة أصولها ومديونياتها بشكل مستقل، بعضها عن بعض.

فلسفة الاقتراض هذه في الوقت الحالي على أمل إيجاد فرصة تجارية جيدة في وقت لاحق، سوف تؤثر بالسلب في الأرباح على المدى القصير، ومع ذلك لا يتحرك

"بافيت" قديمًا إلا عندما يكون واثقًا إلى حد معقول بأن عائد الشركة المستقبلي سيتجاوز مجرد تعويض تكلفة الديون. وهناك اعتبار آخر وهو: لأن توافر فرص

وجود الشركات الجذابة محدود، فإن "بافيت" يريد أن تكون شركة بيركشاير على

استعداد، وقد قدم مشورته، قائلاً: "إذا كنت ترغب في إطلاق النار على نوع نادر

من الأفيال يتحرك سريعًا، فعليك أن تحمل بندقية" ٢٢ .

لا يقدم "بافيت" أية اقتراحات بشأن مستويات الديون المناسبة أو غير المناسبة للشركات، وهذا أمر مفهوم تمامًا؛ لأن مختلف الشركات بوسعها إدارة مستويات

مختلفة من الدين من خلال الاعتماد على تدفقاتها النقدية، أما "بافيت" فيرى أن الشركات الناجحة يجب أن تكون قادرة على كسب عوائد جيدة على الأسهم دون

مساعدة القروض، بل ينبغي النظر إلى تلك الشركات التي تعتمد على الدين من أجل تحقيق عوائد جيدة على الأسهم على أنها شركات مريبة.

أرباح المالك

يقول "بافيت": "النقطة الأولى التي علينا فهمها هي أن جميع الأرباح لا يتساوى بعضها مع بعض" ٢٣ . وأشار إلى أن الشركات ذات الأصول العالية مقارنة بالأرباح

تميل إلى إظهار أرباح غير حقيقية، ونظرًا إلى أن التضخم يسفر عن وقوع أعباء كبيرة على عاتق الشركات ذات الأصول الثقيلة، فإن أرباح هذه الشركات تكون مثل

السراب، ومن ثم فإن حساب الأرباح لن يفيد المحلل إلا إذا كانت تقارب التدفقات النقدية المتوقعة للشركة.

ولكن يحذر "بافيت" من أن التدفق النقدي أيضًا لا يعتبر أداة مثالية لقياس القيمة؛ فهو في الواقع غالبًا ما يضلل المستثمرين، ولكنه يعتبر طريقة مناسبة لقياس

الشركات التي لديها استثمارات كبيرة في البداية، ومصروفات أقل فيما بعد، مثل التطوير العقاري، وحقول الغاز، وشركات الكابلات، أما من ناحية أخرى، فإن

شركات التصنيع، التي تتطلب نفقات رأسمالية مستمرة، لن يكون التدفق النقدي وحده كافيًا في تقييمها.

ويُعرف التدفق النقدي للشركة عادة بأنه صافي الدخل بعد اقتطاع الضرائب، إضافة إلى حساب إهلاك رأس المال، وتكاليف الاستنفاد، وتسديد الديون، وغير ذلك

من النفقات غير النقدية، ويوضح "بافيت" أن المشكلة المتعلقة بهذا التعريف هي أنه يغفل حقيقة اقتصادية غاية في الأهمية، وهي: المصروفات الرأسمالية؛ أي ما

هو مقدار أرباح هذا العام الذي يتعين على الشركة استخدامه في شراء المعدات الجديدة، وتحديث مصانعها، وغيرها من التحسينات اللازمة للحفاظ على وضعها

الاقتصادي وحجم وحداتها؟ ووفقًا لـ "بافيت" فإن الغالبية العظمى من الشركات الأمريكية تتطلب مصروفات رأسمالية تساوي تقريبًا معدلات إهلاك رأسمالها،

كما يرى أيضًا أن بمقدورك إرجاء المصروفات الرأسمالية مدة عام، أو نحو ذلك، ولكن إذا طال الوقت أكثر من ذلك، فإنك لن تفي بمصروفاتك الرأسمالية

اللازمة، وسي تراجع مستوى شركتك لا محالة؛ حيث تعتبر المصروفات الرأسمالية نفقات تماثل نفقات العمالة والمرافق.

وارتفعت شعبية أرقام التدفق النقدي خلال فترة شراء الأسهم بأموال مقترضة؛ لأن الأسعار الباهظة المدفوعة للشركات كانت مبررة من خلال التدفق النقدي

للشركة، ويرى "بافيت" أن أرقام التدفق النقدي "كثيرًا ما تستخدم من قبل مسوقي الشركات والأوراق المالية في محاولات لتبرير ما لا مبرر له، ومن ثم بيع ما

ينبغي ألا يكون صالحًا للبيع. وعندما تبدو العائدات غير كافية لخدمة دين السندات عالية المخاطر، أو تبرير سعر الأسهم غير المعقول، فكيف يصبح من المناسب

التركيز على التدفق النقدي "٢٤"، ولكن يحذر "بافيت" من أنه لا يمكنك أن تركز على التدفق النقدي، إلا إذا كان لديك استعداد لاستقطاع النفقات الرأسمالية

الضرورية.

وبدلاً من التدفق النقدي، يفضل "بافيت" استخدام ما يسميه بـ "أرباح المالك"، وهو صافي دخل الشركة يضاف إليه الإهلاكات، وتكاليف النضوب، وتسديد الديون، ومقتطعة منه النفقات الرأسمالية، وأي رأسمال عامل إضافي قد يكون مطلوباً، ولكنه يعترف بأن أرباح المالك لا توفر الحساب الدقيق الذي يطلبه العديد من المحللين، وغالبًا ما يتطلب احتساب النفقات الرأسمالية المستقبلية تقديرات، ومع ذلك يقول نقلًا عن "كينز": "أفضل أن أكون شبه محق على أن أكون مخطئًا تمامًا".

هوامش الربح

يدرك "بافيت" مثل "فيليب فيشر" أن الشركات الكبيرة تتخذ قرارات استثمارية غير صائبة حين تعجز الإدارة عن تحويل المبيعات إلى أرباح؛ فليس هناك سر للربحية؛ والأمر برمته يتعلق بالسيطرة على التكاليف، فهو يرى حسب خبرته أن المديرين الذين يديرون شركات ذات تكاليف مرتفعة دائماً ما يجدون سبباً لخفض النفقات.

ولا يطبق "بافيت" صبراً على المديرين الذين يفسحون المجال لتزايد التكاليف؛ ما يلزم هؤلاء المديرين أنفسهم بإطلاق برنامج لإعادة الهيكلة؛ لجعل التكاليف تتماشى مع المبيعات. وكان "بافيت" يدرك في كل مرة تعلن شركة فيها عن برنامج لخفض تكاليفها، أن إدارتها لم تتصور مدى تأثير النفقات في أصحاب الشركة، ولذلك يقول "بافيت": "المدير الناجح حقاً هو من لا يستيقظ في الصباح، ويقول: "هذا هو اليوم الذي سأخفض فيه التكاليف" كما لا يستيقظ، ويقول: قررت اليوم ممارسة التنفس" ٢٥ .

ويخص "بافيت" بالذكر بعض أفضل فرق الإدارة التي عمل معها لعرض إنجازاتها، بمن في ذلك "كارل رايكهارت" و"بول هازن" من شركة ويلز فارجو، و"توم

ميرفي" و"دان بورك" من شركة كابيتال سيتيز /إيه بي سي، وتتمثل في هجماتهم شديدة البأس على النفقات غير الضرورية، ويقول: "يكره هؤلاء المدبرون تمامًا

وجود عدد من الموظفين أكثر مما تدعو إليه حاجة العمل، وكلتا الفرقتين الإداريتين "تهاجم التكاليف بقوة عندما تبلغ الأرباح مستويات قياسية أو عندما تكون

الأرباح منخفضة" ٢٦ .

إن "بافيت" نفسه يمكن أن يكون حازمًا عندما يتعلق الأمر بالتكاليف والنفقات غير الضرورية؛ حيث إنه يدرك الحجم الصحيح للموظفين في أية عملية تجارية،

ويعتقد أن مقابل كل دولار من المبيعات، يكون هناك مستوى مناسب من النفقات، فهو شديد الدقة بشأن هوامش أرباح شركة بيركشاير.

وتعد شركة بيركشاير هاتاواي شركة فريدة من نوعها؛ فليست لديها إدارة قانونية، أو قسم للعلاقات العامة، أو قسم للعلاقات مع المستثمرين، كما لا توجد بها

إدارات للتخطيط الإستراتيجي مزودة بموظفين مدربين حاصلين على ماجستير في إدارة الأعمال، يخططون عمليات الدمج والاستحواذ، ومع ذلك تبلغ نفقاتها

بعد خصم الضرائب أقل من ١٪ من الأرباح التشغيلية، في حين أن معظم الشركات التي يماثل حجمها حجم بيركشاير تكون نفقاتها أعلى ١٠ مرات.

فرضية الدولار الواحد

بصفة عامة، تجيب سوق الأوراق المالية عن السؤال الأساسي، ألا وهو: كم تبلغ قيمة هذه الشركة عينها؟ يمضي "بافيت" في اعتقاده أنه إذا كان قد اختار شركة

ذات آفاق اقتصادية مبشرة طويلة الأجل، يديرها مديرون قادرين يضعون مصالح

المساهمين نصب أعينهم، فسيتجلى ذلك في صورة زيادة القيمة السوقية

للشركة. ويوضح "بافيت" أن الشيء نفسه ينطبق على الأرباح المحتجزة؛ حيث إنه إذا استثمرت الشركة الأرباح المحتجزة على نحو غير مثمر على مدى فترة طويلة،

فإن السوق في نهاية المطاف سوف تحدد سعر أسهم الشركة بسعر أقل (وسيكون لها مبررها في ذلك). وعلى العكس من ذلك، إذا تمكنت الشركة من تحقيق

عوائد أعلى من المتوسط على رأس المال المتزايد، فإن هذا النجاح سينعكس في زيادة سعر السهم.

ومع ذلك، نعلم أيضًا أنه في حين أن سوق الأوراق المالية سوف تتبع مسار القيم التجارية بشكل معقول على مدى فترات طويلة، يمكن للأسعار في أية سنة أن

تتذبذب بدرجة كبيرة لأسباب أخرى غير القيمة. لذلك فقد وضع "بافيت" اختبارًا سريعًا للحكم ليس فقط على الجاذبية الاقتصادية لشركة ما، ولكن أيضًا مدى

نجاح الإدارة في تحقيق هدفها المتمثل في خلق قيمة للمساهمين، وهو: قاعدة الدولار الواحد، كما ينبغي أن تعادل الزيادة في القيمة على أقل تقدير مقدار الأرباح

المحتجزة دولارًا بدولار. وكلما زادت القيمة على الأرباح المحتجزة، كان ذلك أفضل. وبشكل عام، يوضح "بافيت" قائلاً: "من داخل ساحة هذه المزايدات الضخمة،

تكون مهمتنا هي اختيار شركة ذات خصائص اقتصادية تتيح لكل دولار من الأرباح المحتجزة أن يترجم على الأقل إلى دولار من القيمة السوقية" ٢٧ .

مبادئ السوق

تؤدي جميع المبادئ التي ورد ذكرها حتى الآن إلى لحظة اتخاذ القرار، وهو: شراء أو عدم شراء أسهم في شركة ما. ويجب على أي شخص عند بلوغه هذه المرحلة

أن يفكر مليًا في عاملين، هما: هل هذه الشركة ذات قيمة جيدة؟ وهل هذا هو الوقت

المناسب لشرائها، أي هل السعر مناسب؟

يتم تحديد السعر من قبل سوق الأوراق المالية، ويتم تحديد القيمة من قبل المحللين بعد التفكير في جميع المعلومات المعروفة عن أعمال الشركة، والإدارة،

والسمات المالية. وليس من الضروري أن يكون السعر والقيمة متساويين، فإذا كانت سوق الأوراق المالية ذات كفاءة دومًا، فإن الأسعار سوف تتعدل على الفور

لتلائم جميع المعلومات المتاحة. ونحن نعلم بالطبع أن هذا لا يحدث، على الأقل ليس طوال الوقت؛ حيث إن أسعار الأوراق المالية تتحرك صعودًا وهبوطًا عن قيم

الشركة نتيجة أسباب عديدة، ليست كلها منطقية.

ومن الناحية النظرية يتخذ المستثمرون قراراتهم بناء على الفروق بين السعر والقيمة؛ فإذا كان سعر شركة ما أقل من قيمة السهم، فإن المستثمر العقلاني

سيشتري أسهم هذه الشركة، أما إذا كان السعر أعلى من القيمة، فإن هذا المستثمر سيعدل عن فكرة الشراء. وبينما تمر الشركة بدورة حياتها الخاصة بالقيمة

الاقتصادية، سيقوم المحلل بإعادة تقييم قيمة الشركة بشكل دوري من حيث سعر السوق، وشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأسهم وفقًا لذلك.

وخلاصة القول، إذن، إن الاستثمار العقلاني يتألف من عنصرين، هما:

1. ما قيمة الشركة؟

2. هل يمكن شراء الشركة بسعر منخفض كثيرًا عن قيمتها؟

تحديد القيمة

استخدم المحللون المليون على مر السنين العديد من المعادلات لحساب القيمة الذاتية للشركات، فبعضهم مولع بالطرق المختصرة، مثل: انخفاض نسبة السعر

إلى الأرباح، وانخفاض نسبة السعر إلى القيمة الدفترية، وارتفاع عوائد أرباح الأسهم، ولكن النظام الأفضل، حسبما يرى "وارن بافيت"، قد تم تحديده منذ أكثر

من سبعين عامًا من خلال "جون بير ويليامز" في كتابه The Theory of Investment Value . وتوضيحًا لما كتبه "ويليامز"،
يخبرنا "بافيت" بأن قيمة شركة ما

يتم تحديدها من خلال صافي التدفقات النقدية المتوقع حدوثها على مدى فترة النشاط التجاري مخصومة وفق سعر فائدة مناسب، ويقول: "إن جميع الشركات

التي يتم تقدير قيمتها - بدءًا من مصنعي سياط العربات التي تجرها الدواب، وصولًا إلى مشغلي الهواتف الخلوية - تصبح على قدم المساواة من الناحية الاقتصادية" ٢٨ .

وكذلك يخبرنا "بافيت" بأن العملية الحسابية تشبه طريقة تحديد قيمة السندات، فالسندات لها قسيمة وتاريخ استحقاق، وهما اللذان يحددان التدفقات

النقدية المستقبلية. فإذا قمت بجمع كل قسائم السندات، ثم تقسم المبلغ على معدل الخصم المناسب (سعر الفائدة من استحقاق السندات)، فسيظهر سعر

السندات. ولتحديد قيمة الشركات، يضع المحلل قيمة تقديرية للقسائم (التدفقات النقدية لأرباح المالكين) التي ستدرها الشركة خلال فترة ما في المستقبل، ثم تخضع جميع هذه القسائم بالعودة إلى الوقت الحاضر.

وحسب رأي "بافيت"، فإن تحديد قيمة الشركة يعتبر أمرًا يسيرًا ما دمت وضعت في اعتبارك المتغيرات الصحيحة: تيار التدفق النقدي، ومعدل الخصم المناسب.

وبناء على ذلك، فإن إمكانية التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة - حسبما يعتقد "بافيت" - يجب أن تكون على درجة اليقين التي تتسم بها "قسائم"

السندات. فإذا كانت الشركة بسيطة، ومفهومة المجال، وإذا كانت لديها قوة أرباح ثابتة، يصبح "بافيت" قادرًا على تحديد تدفقاتها النقدية المستقبلية بدرجة

عالية من اليقين، ولكن إذا لم يستطع ذلك، فلن يحاول تحديد قيمة هذه الشركة، وكان هذا هو ما يميز نهجه.

وبعد أن يحدد التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، يقوم "بافيت" بتطبيق ما يعتبره سعر الخصم المناسب، وسوف يفاجأ الكثير من الناس عندما يعرفون أن

سعر الخصم الذي يستخدمه هو ببساطة سعر فائدة السندات الحكومية الأمريكية طويلة الأجل، وليس أي شيء آخر، فقد كان هذا هو أقرب ما يمكن أن يصل

إليه أحد فيما يتعلق بمعدل عائد خالٍ من المخاطر.

ويجادل الأكاديميون، قائلين إن سعر الخصم الأنسب سيكون المعدل الخالي من المخاطر (سعر فائدة السندات طويلة الأجل)، مضافة إليه علاوة مخاطر الأسهم

العادية، تضاف لتعكس عدم التيقن من التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، ولكن كما سنعرف لاحقًا، فإن "بافيت" يرفض مفهوم علاوة مخاطر الأسهم

العادية؛ لأنه نتاج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الذي بدوره يستخدم تقلب الأسعار كمقياس للمخاطر؛ وبعبارة بسيطة، كلما زاد تقلب الأسعار، زادت

علاوة مخاطر الأسهم العادية.

لكن "بافيت" يعتقد أن الفكرة القائلة إن تقلب الأسعار يعد مقياسًا للمخاطر، تعتبر فكرة واهية، لا يعتد بها؛ حيث يرى أن تقليل مخاطر الشركات، بل القضاء

عليها، يتم من خلال التركيز على الشركات ذات الأرباح الثابتة والمنتوقعة، ويقول: "إنني أصب جام تركيزي على فكرة اليقين، فإذا فعلت ذلك، فإن فكرة عامل

المخاطرة بأسرها لن تشكل أي معنى بالنسبة إليّ؛ حيث تكمن المخاطر في عدم معرفة ما

نقوم به" ٢٩ . وبطبيعة الحال، لا يمكن التنبؤ بالتدفق النقدي المستقبلي

للشركة بالقدر نفسه من اليقين عند دفع القسيمة التعاقدية للسند، ومع ذلك، فإن "بافيت" أكثر ارتياحًا لاستخدام المعدل الخالي من المخاطر وحده، بدلاً من

إضافة عدة نقاط مئوية على علاوة المخاطر؛ لأن سعر سهم الشركة يتقلب صعودًا وهبوطًا أكثر من تقلبات السوق ككل، ومع ذلك، إذا كنت لا تشعر بالارتياح في

تجاهل مخاطر الأسهم، يمكنك تعويض ذلك عن طريق المطالبة بهامش أمان أكبر في سعر الشراء.

وأخيرًا، هناك أوقات تكون فيها أسعار الفائدة طويلة الأجل منخفضة بشكل غير طبيعي، وخلال هذه الأوقات، نعلم نحن أن "بافيت" يكون أكثر حذرًا، وعلى

الأرجح سيضيف بضع نقاط مئوية إلى المعدل الخالي من المخاطر ليعكس معدل فائدة طبيعيًا بشكل أكبر.

وعلى الرغم من مزاعم "بافيت"، يرى النقاد أن تقدير التدفقات النقدية المستقبلية أمر يصعب تحديده، وأن اختيار سعر الخصم المناسب يمكن أن يفسح المجال

أمام وقوع أخطاء كبيرة في التقييم، ولكن بدلاً من ذلك، استخدم هؤلاء النقاد أساليب مختصرة مختلفة لتحديد القيمة، فقد استخدم البعض -وأولئك الذين

نسميهم "مستثمري القيمة"- انخفاض نسبة السعر إلى الأرباح، وانخفاض نسبة السعر إلى القيمة الدفترية، وارتفاع عائدات الأرباح. وقد دعموا هذه النسب على

نحو فعال بإجراء اختبارات، وخلصوا إلى أن النجاح يمكن أن يحدث عن طريق تحديد وشراء الشركات بهذه النسب المحاسبية بالضبط. ويرى آخرون أنهم حددوا

القيمة عن طريق اختيار شركات ذات معدل نمو فوق المتوسط للأرباح؛ وعادة ما يسمون ب"مستثمري النمو"، كما أن شركات النمو عادة ما تمتلك نسبة مرتفعة

في السعر مقارنةً بالأرباح، ونسبة منخفضة في عائدات الأرباح، وهو عكس ما يبحث عنه المستثمرون.

ويتعين على المستثمرين الذين يسعون إلى شراء القيمة أن يختاروا في كثير من الأحيان بين نهجي " القيمة " و "النمو". ويعترف "بافيت" بأنه شارك منذ سنوات في

هذا السجال الفكري، واليوم، يرى أن الجدل بين هاتين المدرستين الفكريتين غير منطقي؛ وإن كلاً من الاستثمار على أساس النمو والقيمة مرتبطان ارتباطاً وثيقاً،

على حد قوله، وأن القيمة هي القيمة الحالية المخصومة للتدفقات النقدية المستقبلية للاستثمار؛ والنمو ببساطة هو عملية حسابية لتحديد القيمة.

ويمكن أن يؤدي النمو في المبيعات والأرباح والأصول إلى إضافة لقيمة الاستثمار، أو الانتقاص منها؛ ويمكن أن يضيف النمو إلى القيمة عندما يكون العائد على

رأس المال المستثمر أعلى من المتوسط، ومن ثم، افتراض أنه عندما يتم استثمار دولار في الشركة، تتم إضافة دولار واحد على الأقل إلى القيمة السوقية. ومع ذلك،

فإن نمو الشركة التي تحقق عوائد منخفضة على رأس المال يمكن أن يضر بالمساهمين؛ على سبيل المثال، كانت شركات الخطوط الجوية بمنزلة قصة نمو غير

عادي، ولكن عدم قدرتها على تحقيق عوائد جيدة على رأس المال تضع معظم أصحاب هذه الشركات في موقف ضعيف.

إن استخدام الأساليب المختصرة كافة - من النسب المرتفعة أو المنخفضة للسعر إلى الأرباح، أو نسب السعر إلى القيمة الدفترية، أو عوائد أرباح الأسهم في أي عدد

من التوافق - تكون غير كافية. ويلخص لنا "بافيت" ذلك قائلاً: "سواء أكان المستثمر يشتري شركة بقيمتها المستحقة بالفعل، ومن ثم يعمل وفقاً لمبدأ شراء قيمة

لاستثماره ... بغض النظر عما إذا كانت الشركة تحقق معدلات نمو أم لا، أو تظهر تقلباً أو

استقرارًا في الأرباح، أو ارتفاعًا أو انخفاضًا في السعر فيما يتعلق

بأرباحها الحالية وقيمتها الدفترية، فإنه يجب على المستثمر شراء الاستثمار المبين أنه هو الأرخص في عملية حساب التدفقات النقدية المخصومة" ٣٠ .

الشراء بأسعار جذابة

ويرى "بافيت" أن التركيز على الشركات الناجحة - التي يمكن فهمها، ذات الاقتصاد الثابت، التي يديرها مديرون يعملون لصالح المساهمين - لا يعتبر في حد ذاته

أمرًا كافيًا لضمان النجاح. أولاً، "بافيت" يضطر إلى الشراء بأسعار معقولة، ومن ثم يتعين على الشركة أن يكون أدائها على مستوى توقعاته. ويشير "بافيت" إلى

أنه إذا اقتربنا خطأً ما، فإن سبب ذلك يرجع إلى (١) الثمن الذي دفعناه، أو (٢) الإدارة التي نعمل معها، أو (٣) الاقتصادات المستقبلية للشركة. وقد لاحظ أن سوء

التقدير في المثال الثالث هو الأمر الأكثر شيوعًا.

وليس هدف "بافيت" هو تحديد الشركات التي تجني عوائد أعلى من المتوسط فحسب، وإنما شراؤها بأسعار أقل كثيرًا من القيمة المشار إليها. وقد علمه "جراهام"

أهمية شراء أسهم، فقط عندما يمثل الفرق بين سعرها وقيمتها هامش أمان.

ويساعد مبدأ هامش الأمان "بافيت" بطريقتين؛ أولاهما، أنه يحميه من مخاطر هبوط الأسعار هبوطًا حادًا، فإذا حسب قيمة الشركة، وكانت أعلى بنسبة بسيطة

من سعر السهم الواحد، فلن يشتري الأسهم. ويفسر ذلك بأنه إذا كانت القيمة الذاتية للشركة قد تتراجع، ولو بمقدار ضئيل؛ بسبب سوء تقديره التدفق النقدي

في المستقبل، ففي نهاية المطاف قد ينخفض سعر السهم، ربما أقل مما دفعه مقابله أيضًا، ولكن إذا كان الهامش بين سعر الشراء والقيمة الذاتية كبيرًا بما فيه

الكفاية، فإن خطر انخفاض القيمة الذاتية يكون أقل. فإذا اشترى "بافيت" شركة بنسبة ٢٥٪ أقل من قيمتها الذاتية، وانخفضت القيمة في وقت لاحق بنسبة ١٠٪، فإن سعر الشراء الأصلي سيظل يدر عائداً كافياً.

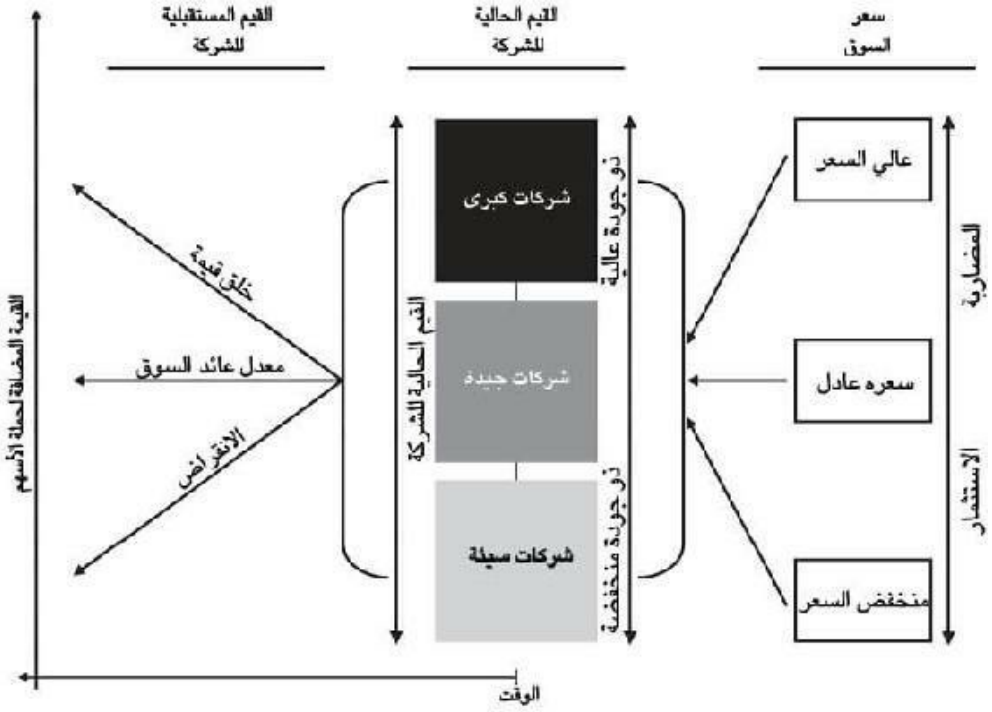
كما يوفر هامش الأمان فرصاً لجني عوائد هائلة على الأسهم؛ وإذا أصاب "بافيت" في تحديد شركة ما بأنها تحقق عوائد اقتصادية فوق المتوسط، فإن قيمة السهم على المدى الطويل سوف تسير بشكل مطرد نحو الارتفاع؛ حيث يحاكي سعر السهم عائد الشركة. وإذا كانت هناك شركة تحقق بشكل دوري أرباحاً تقدر بنسبة ١٥٪ على الأسهم، فإن سعر سهمها سوف يرتفع كل عام أكثر من الشركة التي تحقق أرباحاً تبلغ نسبة ١٠٪ على الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، إذا كان "بافيت"، من خلال استخدام هامش الأمان، قادراً على شراء هذه الشركة المتميزة بسعر منخفض بشكل كبير عن قيمتها الذاتية، فسوف تريح شركة بيركشاير مالاً إضافياً، عندما تقوم السوق بتصحيح سعر الشركة. ويقول "بافيت": "تساعد السوق من يساعدون أنفسهم، لكنها لا تغفر لأولئك الذين لا يعلمون ما يفعلون" ٣١ .

تحليل سعر السهم طويل الأجل

بالنسبة إلى القراء الذين يستوعبون المعلومات بسهولة أكثر إذا كانت في صورة مرئية، فقد قمت بتقديم الرسم البياني الوارد في الشكل ٣ - ١، الذي يوضح بإيجاز معظم المكونات الرئيسية لنهج "بافيت".

سوف تحقق الشركة الكبرى (العمود الأوسط)، مع مرور الوقت (المحور الأفقي) قيمة مرتفعة لحملة الأسهم (المحور العمودي) ما دام تم شراؤها بسعر جيد (العمود الأيمن)، وتتفادى القرارات الإدارية (العمود الأيسر) الانقراض من السوق، ومن ثم تقوم بعمل أفضل من مجرد مطابقة سعر السوق، بل عمل يؤدي إلى

زيادة القيمة في الشركة.



الشكل ٣ - ١ : تحليل سعر السهم على المدى الطويل

ولرؤية كيف تم تطبيق هذه المبادئ على أرض الواقع، يرجى الرجوع إلى دراسات الحالة في الفصل الرابع.

المستثمر الذكي

إن أبرز سمة تميز فلسفة "بافيت" الاستثمارية هي الفهم الواضح أنه من خلال امتلاك حصة من الأسهم؛ يمتلك الشركات، وليس مجرد قصاصات من الورق.

ويقول "بافيت" إن فكرة شراء الأسهم دون فهم الأعمال التشغيلية للشركة، بما في ذلك منتجاتها وخدماتها، ومخزونها، واحتياجات رأس المال العامل،

واحتياجات إعادة استثمار رأس المال فيها (مثل المصانع والمعدات)، ونفقات المواد الخام،

وعلاقات العمل، تعد أمرًا غير مقبول. وكتب " بنيامين جراهام" في

خلاصة كتاب المستثمر الذي 5 قائلًا: "يتسم الاستثمار بأعلى مستويات الذكاء، حينما يراعي تمامًا الممارسات المهنية"، وهذه الكلمات التي كثيرًا ما يقولها "بافيت"، تعتبر "هذه الكلمات التسع أهم ما كتب عن الاستثمار".

ويكون لدى المستثمرين خياران؛ إما أن يتصرفوا كأنهم ملاك الشركة، مع كل ما يتضمن ذلك، أو قضاء وقتهم في تداول الأوراق المالية حتى يكونوا في اللعبة فقط، أو في الواقع لأي سبب آخر غير أساسيات العمل.

أما مالكو الأسهم العادية، الذين يدركون أنهم لا يمتلكون سوى قصاصة ورق، فهم يعيدون كل البعد عن البيانات المالية للشركة، ويتصرفون كأن السعر المتغير

باستمرار في السوق هو انعكاس أكثر دقة لقيمة الأسهم من الميزانية العمومية للشركة وبيان الدخل؛ فقد كانوا يسحبون الأسهم، أو يتخلصون منها مثلما

يفعلون خلال اللعب بالورق. ويعتبر "بافيت" هذه الأفعال تضمن درجة عالية من الحماسة، وفي رأيه، ليس هناك فرق بين امتلاك الشركة وامتلاك حصة منها،

وينبغي أن تطبق طريقة التفكير نفسها على كل منهما. ويعترف "بافيت" قائلًا: "إنني مستثمر أفضل؛ لأنني رجل أعمال، ورجل أعمال أفضل؛ لأنني مستثمر"

. ٣٢

ويُسال "بافيت" في كثير من الأحيان عن أنواع الشركات التي سوف يشتريها في المستقبل، فيقول أولاً، سوف يتجنب شراء شركات السلع، وسيتجنب المديرين

الذين لا يثق بأدائهم بشكل كافٍ، وأن ما سيشتريه سيكون من نوع الشركة التي يفهمها، وتتمتع باقتصادات ناجحة، ويديرها مديرون جديرون بالثقة. ويقول

"بافيت": "إن الشركة الجيدة ليست دائماً صفقة شراء جيدة، على الرغم من أنها مكان جيد للبحث عن ذلك" ٣٣ .

5

الفصل الرابع شراء الأسهم العادية: تسع دراسات حالة

أصبحت صفقات شراء "بافيت" للأسهم العادية على مر السنين جزءاً من ثقافة شركة بيركشاير، فوراء كل استثمار قصة فريدة من نوعها؛ فقد كانت القصة وراء

شراء شركة واشنطن بوست في عام ١٩٧٣ مختلفة كثيراً عن قصة شراء شركة جيكو عام ١٩٨٠، كما كان بالتأكيد استثمار "بافيت" في كابيتال سيتي الذي بلغت

قيمته ٥٠٠ مليون دولار، وقد ساعد بدوره "توم ميرفي" على شراء هيئة الإذاعة الأمريكية، يختلف تماماً عن استثماره في شركة كوكاكولا الذي بلغت قيمته مليار

دولار. وكذلك تختلف كل صفقة من صفقات شراء الأسهم تلك عن الاستثمارات التي قام بها بعد سنوات في شركات ويلز فارجو، وجزال دايناميكس، وأمريكان

إكسبريس، وآي بي إم، وهابنيز. أما بالنسبة إلى أولئك الذين يأملون فهم تفكير "بافيت" بشكل كامل، فإن كل صفقات الشراء هذه من الأسهم العادية تشترك

جميعها في سمة مهمة جداً، وهي: أنها تفسح لنا المجال لرؤية مبادئه التجارية، والإدارية، والمالية، والسوقية، وهي تطبق على أرض الواقع.

باستثناء شركة كابيتال سيتي، ظلت جميع هذه الشركات ضمن مجموع الشركات التابعة لشركة بيركشاير، تتضاعف وتواصل ازدهارها، غير أن شركتي واشنطن

بوست وجزال دايناميكس هما اللتان لم تتصدرا قائمة أكبر الأسهم العادية لشركة بيركشاير.

وسندرس خلال هذا الفصل كل عملية شراء في سياقها التاريخي؛ ما يتيح لنا التحليل

الدقيق لتفكير "بافيت" في وقت الاستثمار، من حيث صلته بالشركة،

والصناعة، وسوق الأوراق المالية.

شركة واشنطن بوست

كانت صحيفة واشنطن بوست عام ١٩٣١ واحدة من خمس صحف يومية تتنافس على زيادة قاعدة قرائها في العاصمة، لكنها وُضعت تحت الحراسة القضائية بعد

عامين؛ بسبب عجزها عن تسديد ثمن أوراق طباعة الصحف؛ ما أدى إلى بيعها في صيف ذلك العام في مزاد علني للوفاء بمطالبات الدائنين، فاشتراها "يوجين

ماير"، الخبير المالي المليونير بمبلغ ٨٢٥.٠٠٠ دولار، وظل يدعمها على مدى عقدين تاليين، حتى حققت أرباحًا، ثم انتقلت إدارة الصحيفة إلى "فيليب جراهام"، وهو

محامٍ لامع متخرج في جامعة هارفارد، تزوج من "كاثرين" ابنة "ماير"، ثم بعد ذلك أقنع "فيليب جراهام" "يوجين ماير" في عام ١٩٥٤ بشراء صحيفة التايمز

هيرالد، وهي صحيفة منافسة، كما اشترى "جراهام" في وقت لاحق، مجلة نيوزويك، ومحطتين تليفزيونيتين قبل انتحاره المأساوي في عام ١٩٦٣. ويعود الفضل

إلى "فيل جراهام" في تحويل صحيفة واشنطن بوست من صحيفة منفردة إلى شركة إعلام واتصالات.

وبعد وفاة "جراهام"، انتقلت سلطة إدارة صحيفة واشنطن بوست إلى زوجته "كاثرين جراهام"، وعلى الرغم من أنها لم تكن لديها الخبرة الكافية لإدارة شركة

كبيرة، فإنها سرعان ما تميزت من خلال تصديها لقضايا الأعمال الصعبة، ويمكن أن يعزى الكثير مما أحرزته "كاثرين جراهام" من نجاح إلى حماسها الحقيقية

تجاه الصحيفة، فقد تعلمت كيف كان والدها وزوجها يكافحان من أجل إبقاء الشركة قادرة على النمو والاستقرار، فأدركت أن الشركة تحتاج إلى صانع قرار،

وليس وصيًا، وقالت في هذا الصدد: "سرعان ما تعلمت أن الأمور لا تظل ساكنة دون حراك، وأنه يتعين عليك اتخاذ قرارات" ١ . وبالفعل اتخذت خطوتين

مدهشتين، فقد أصدرت قرارين كان لهما تأثير واضح في الصحيفة، وهما: الأول هو توظيف "بن برادلي" مديرًا للتحريير، أما الثاني فكان دعوة "وارن بافيت" ليصبح

مديرًا للشركة، وشجعها "برادلي" على نشر أوراق البنتاجون (وهي تقرير سري تم تسريبه عن الحرب الأمريكية في فيتنام) ومواصلة تحقيقات ووترجيت التي

أكسبت الصحيفة شهرة خولتها الحصول على جائزة الصحافة، أما "بافيت" فقد علمها كيفية إدارة شركة ناجحة.

وقد التقى "بافيت" للمرة الأولى ب"كاثرين جراهام" في عام ١٩٧١، وكان حينذاك يملك أسهمًا في صحيفة نيويورك، وعندما سمع أنها قد تطرح الصحيفة للبيع،

سألها عما إذا كانت واشنطن بوست ترغب في شرائها أم لا، وعلى الرغم من عدم إتمام صفقة البيع، فإن "بافيت" كان شديد الإعجاب بنشر صحيفة بوست .

في ذلك الوقت، كان الهيكل المالي ل واشنطن بوست يتجه نحو تغييرات عميقة. وبموجب شروط الشراكة الاستثمارية التي تأسست بين "يوجين" و"أجنس ماير"،

فقد تملك كل من "كاثرين" و"فيليب جراهام" جميع الأسهم التصويت في صحيفة بوست. وبعد وفاة "فيل جراهام"، ورثت "كاثرين جراهام" قيادة الشركة، وعلى

مر السنين، منح "يوجين ماير" الآلاف من الأسهم الخاصة بصحيفة بوست ، عدة مئات من الموظفين امتنانًا لهم لولائهم وخدمتهم، كما قام بتمويل خطة

مشاركة الأرباح في الشركة من خلال الأسهم الخاصة، بينما ازدهرت أوضاع الشركة ما أدى بدوره إلى ارتفاع قيمة أسهم واشنطن بوست بشكل سريع ومفاجئ،

حيث ارتفع سعر السهم من ٥٠ دولارًا للسهم الواحد في الخمسينات إلى ١٥٤.١ دولار في

عام ١٩٧١. وتطلبت خطة تقاسم الأرباح والحيازات الشخصية للموظفين من

الشركة الحفاظ على وضع الأسهم في السوق، وهو الأسلوب الذي ثبت عدم جدواه في الاستفادة من نقدية الشركة، وبالإضافة إلى ذلك، كانت أسرتا "جراهام"

و"ماير" تواجهان ضرائب باهظة على الميراث.

وفي عام ١٩٧١، قررت "كاثرين جراهام" طرح أسهم صحيفة واشنطن بوست للاكتتاب العام، ومن ثم رفع عبء الحفاظ على وضع أسهمها في السوق، وتمكين

ورثة الأسرة لخطة أكثر ربحية لممتلكاتهم، وتم تقسيم شركة واشنطن بوست إلى فئتين من الأسهم، وتم تخصيص الأسهم العادية من الفئة أ لأغلبية أعضاء

مجلس الإدارة، أما الفئة ب، فتم تخصيصها للأقلية، واحتفظت "كاثرين جراهام" بنسبة ٥٠% من أسهم الفئة أ، وبالتالي كانت لها سلطة فعالة على الشركة. وفي

يونيو ١٩٧١، أصدرت شركة واشنطن بوست ١٣٥٤٠٠٠ سهم من أسهم الفئة ب. ومن الجدير بالذكر أنه بعد يومين، وعلى الرغم من تهديدات الحكومة، أعطت

"كاثرين جراهام" الإذن إلى "بن برادلي" بنشر أوراق البنتاجون. وفي عام ١٩٧٢، ارتفع سعر كل من أسهم الفئتين أ وب بشكل مطرد، من ٢٤.٧٥ دولار في يناير إلى ٣٨

دولارًا في ديسمبر.

ولكن بدأت الأجواء في وول ستريت تخيم عليها القتامة؛ حيث بدأ مؤشر داو جونز الصناعي في الهبوط في أوائل عام ١٩٧٣، وبحلول الربيع، انخفض أكثر من ١٠٠

نقطة حتى وصل إلى ٩٢١، وهبط معه سعر سهم شركة واشنطن بوست أيضًا، حتى وصل بحلول مايو إلى ٢٣ دولارًا. وكانت هناك ضجة بين سماسرة وول ستريت

أحدثتها شركة آي بي إم؛ فقد انخفض سعر سهمها لأكثر من ٦٩ نقطة، متجاوزًا متوسط الـ ٢٠٠ يوم؛ وحذروا من أن انهيار الشركات التقنية كان بمنزلة نذير شؤم

لبقية السوق. وفي الشهر ذاته، تجاوز سعر الذهب ١٠٠ دولار للأوقية، ورفع الاحتياطي الفيدرالي سعر الخصم إلى ٦٪، وانخفض مؤشر داو ١٨ نقطة، وكان ذلك

أكبر خسارة له خلال ثلاث سنوات. وبحلول يونيو ارتفع سعر الخصم مرة أخرى، وانخفض مؤشر داو بدرجة أكبر، مجتازاً مستوى ال ٩٠٠.

وطوال ذلك الوقت، كان "بافيت" يشتري سراً أسهمًا في صحيفة واشنطن بوست، وبحلول يونيو، كان قد اشترى ٤٦٧١٥٠ سهمًا بمتوسط سعر ٢٢.٧٥ دولار

للسهم، وهي صفقة شراء تقدر ب ١٠٦٢٨٠٠٠ دولار.

وكانت "كاثرين جراهام" في بادئ الأمر متخوفة؛ حيث كانت فكرة امتلاك فرد من خارج أفراد الأسرة الكثير من أسهم بوست مثيرة للقلق بالنسبة لها، على الرغم

من أنها أسهم لا تمكن حاملها من فرض سيطرته على الشركة، ولكن "بافيت" قد أكد لها أن شراء بيركشاير هذه الأسهم كان لأغراض استثمارية فحسب، واقترح

عليها من أجل طمأننتها أن يمنح "دون جراهام"، ابنها، وكالة للتصويت على أسهم بيركشاير، وهذا ما حسم أمر الصفقة. واستجابت "كاثرين جراهام" بدعوة

"بافيت" إلى الانضمام إلى مجلس الإدارة في عام ١٩٧٤، وبعدها بوقت قصير، عينته رئيسًا للجنة المالية.

وكان دور "بافيت" في واشنطن بوست واضحًا للجميع، فقد ساعد "كاثرين جراهام" على الصمود أمام إضرابات الصحفيين في السبعينيات، كما علّم "دون

جراهام" عن عالم الأعمال، مساعدًا إياه على فهم دور الإدارة ومسئوليتها تجاه مالكيها، وفي الوقت ذاته كان "دون" من جانبه طالبًا شغوفًا يصغي إلى كل ما

قاله "بافيت". وبعد سنوات، كتب "دون جراهام" واعدًا ب: "مواصلة إدارة الشركة لصالح المساهمين، خاصة المساهمين على المدى الطويل الذين تمتد رؤيتهم إلى ما

بعد النتائج الفصلية أو السنوية، وعدم قياس النجاح على أساس حجم عائداتنا، أو عدد الشركات التي نتحكم بها"، وكان دومًا يتعهد: ب"إدارة التكاليف بعناية، وأن نتسم بالانضباط بشأن المجالات التي نستخدم أموالنا فيها" ٢ .

المبدأ: بسيطة ومفهومة المجال

كان جد "بافيت" يمتلك صحيفة كومينج كاونتي ديموكرات، ويشرف على تحريرها، وهي صحيفة أسبوعية تنشر في مدينة ويست بوينت، بولاية نبراسكا، وكانت جدته تساعده على أعمال الصحيفة، وتتولى صف الأحرف الطباعية في مطبعة العائلة، أما والده، ففي أثناء دراسته في جامعة نبراسكا، قام بتحرير صحيفة ديلي نبراسكان ، كما كان "بافيت" نفسه يعمل ذات مرة مديرًا للتوزيع في مجلة لينكولن جورنال ، وقد قيل في كثير من الأحيان إن "بافيت" لو لم يسلك مجال العمل التجاري الاستثماري، لكان من المؤكد أنه سيمتحن مهنة الصحافة.

وفي عام ١٩٦٩، اشترى "بافيت" أول صحيفة كبرى له، وهي أوماها صن ، بجانب مجموعة من الجرائد الأسبوعية، وعلى الرغم من احترامه الصحافة عالية الجودة، فإن "بافيت" كان يتعامل مع الصحف باعتبارها أعمالًا تجارية في المقام الأول، ولذا كان يتوقع أن تكون الأرباح، وليس النفوذ، هي الثمار التي سيجندها أصحاب الصحيفة. وعلمه امتلاك أوماها صن أصول العمل الصحفي، فاكنتسب أربع سنوات من الخبرة العملية، من خلال امتلاكه إياها، قبل أن يشتري حصته الأولى من شركة واشنطن بوست .

المبدأ: تاريخ تشغيل ثابت

وأخبر "بافيت" مساهمي بيركشاير بأن أول تواصل مالي له مع شركة واشنطن بوست كان

في سن الثالثة عشرة من عمره؛ حيث كان يقوم بتوزيع كل من صحيفتي

واشنطن بوست و التايمز هيرالد على المنازل خلال خدمة والده في الكونجرس، ويود "بافيت" أن يذكّر الآخرين بأنه خلال توزيعه الثنائي للصحيفتين، كان قد دمج

الصحيفتين قبل وقت طويل من شراء "فيل جراهام" جريدة التايمز هيرالد .

ومن الواضح أن "بافيت" كان على علم بالتاريخ الحافل للصحيفة، واعتبر مجلة نيوزويك عملاً يمكن التنبؤ بثماره، كما كانت شركة واشنطن بوست تكتب تقارير

منذ سنوات عن الأداء الممتاز لقسم البث بها، ولذلك سرعان ما عرف "بافيت" قيمة المحطات التليفزيونية التابعة للشركة. وقد أدت خبرته الشخصية بالشركة

وتاريخها الناجح إلى معرفة أن الشركة كانت صاحبة أداء تجاري ثابت وجدير بالثقة.

المبدأ: آفاق مستقبلية مبشرة طويلة الأجل

كتب "بافيت" في عام ١٩٨٤ قائلاً: "تعتبر اقتصاديات هذه الصحيفة اقتصاديات كبرى ممتازة، بل من أفضل الاقتصاديات في العالم" ٣ ، ونلاحظ أن "بافيت" قال

هذا قبل ما يقرب من ٣٠ عامًا، أي عقد كامل قبل ظهور الإنترنت على الساحة، وتفجر إمكاناته.

وفي أوائل الثمانينات، كان هناك ١٧٠٠ صحيفة في الولايات المتحدة، ونحو ١٦٠٠ صحيفة تعمل دون أية منافسة مباشرة، وأوضح "بافيت" أن أصحاب الصحف

يميلون إلى اعتقاد أن الأرباح الاستثنائية التي يحققونها كل عام هي نتيجة الجودة الصحفية لجريدتهم، بينما الحقيقة هي أن الصحيفة الإخبارية من الدرجة

الثالثة يمكن أن تدر أرباحًا كافية أيضًا، هذا إذا كانت هي الصحيفة الوحيدة في المدينة. أما الآن، فمن الصحيح أن الصحيفة عالية الجودة ستحقق معدل انتشار

أعلى، ولكن مجرد وجود صحيفة متواضعة، صار أمراً ضرورياً للمجتمع؛ من أجل عامل الجذب الموجود في المساحات الإعلانية التي توفرها هذه الصحف؛ حيث إن كل عمل تجاري في المدينة، وكل بائع منزل، وكل فرد يود توصيل رسالة إلى مجتمع ما يحتاج إلى صحيفة متداولة للقيام بذلك. وكان "بافيت" يتفق مع رأي رائد الأعمال الإعلامي الكندي "لورد طومسون"، بأن امتلاك صحيفة يشبه تلقي إتاة على كل شركة في المدينة تود نشر إعلانات.

وبالإضافة إلى كونها امتيازاً، تتمتع الصحف بشهرة تجارية اقتصادية قيمة، كذلك يوضح "بافيت" أن احتياجات الصحف إلى رأس المال ليست مرتفعة، ومن ثم يمكنها ترجمة مبيعاتها بسهولة إلى أرباح، حتى عندما تقوم إحدى الصحف بتركيب آلات طباعة باهظة الثمن تعتمد على الحاسوب، وأنظمة غرف إخبارية إلكترونية، فسرعان ما تسترد ما دفعته من خلال التكاليف المنخفضة للأجور الثابتة، كما تمكنت الصحف خلال السبعينيات والثمانينيات من زيادة الأسعار بسهولة نسبياً أيضاً؛ ما أدى إلى تحقيق عوائد أعلى من المتوسط على رأس المال المستثمر والحد من الآثار الضارة للتضخم.

المبدأ: تحديد القيمة

في عام ١٩٧٣، بلغت القيمة السوقية الإجمالية لشركة واشنطن بوست ٨٠ مليون دولار. ومع ذلك، يدعي "بافيت" أن "معظم المحللين الأمنيين ووسطاء الإعلام والمديرين التنفيذيين في الإعلام قد قدروا القيمة الذاتية لشركة واشنطن بوست بما يتراوح ما بين ٤٠٠ و ٥٠٠ مليون دولار" ٤. كيف وصل "بافيت" إلى هذا التقدير؟ دعونا نتجول بين الأرقام من خلال استخدام منطلق "بافيت".

سنبدأ بحساب أرباح المالك للسنة: صافي الدخل (١٣.٣ مليون دولار) مضافة إليه

التحديثات، وتسديد الديون (٣.٧ مليون دولار) ناقص النفقات الرأسمالية (٦.٦

مليون دولار)؛ ما يدر أرباحًا للمالك عام ١٩٧٣ بقيمة ١٠.٤ مليون دولار. وإذا قسمنا هذه الأرباح على عائد السندات الحكومية الأمريكية طويلة الأجل (٦.٨١٪)، فإن

قيمة شركة واشنطن بوست تصل إلى ١٥٠ مليون دولار، أي ما يقرب من ضعف القيمة السوقية للشركة، ولكنها أقل كثيرًا من تقديرات "بافيت".

ويخبرنا "بافيت" بأنه مع مرور الوقت، تساوي النفقات الرأسمالية لصحيفة ما تكاليف التحديثات وتسديد الديون، ومن ثم يجب أن يقارب صافي الدخل أرباح

المالك. ومعرفة ذلك، يمكننا ببساطة قسمة صافي الدخل على المعدل الخالي من المخاطر، ونصل الآن إلى تحديد قيمة ١٩٦ مليون دولار.

وإذا توقفنا هنا، يكون الافتراض هو أن الزيادة في أرباح المالك سوف تساوي ارتفاع التضخم، ولكننا نعلم أن الصحف لديها قوة تسعيرية غير عادية؛ لأن معظمها

مؤسسات احتكارية في مجتمعاتها، ولذا فبمقدورها أن ترفع أسعارها بمعدلات أعلى من التضخم. أما إذا وضعنا افتراضًا واحدًا أخيرًا - بأن واشنطن بوست لديها

القدرة على رفع الأسعار الحقيقية بنسبة ٣٪ - فستكون قيمة الشركة أقرب إلى ٣٥٠ مليون دولار. وكذلك عرف "بافيت" أن هوامش الربح قبل خصم الضرائب

بنسبة ١٠٪ كانت أقل من هوامش متوسطها الماضية البالغة ١٥٪، وكان يعرف أن "كاثرين جراهام" قد عقدت العزم على أن تحقق صحيفة بوست هذه الهوامش

مرة أخرى؛ حيث إنه إذا تحسنت هوامش الضرائب قبل خصم الضرائب إلى نسبة ١٥٪، فإن القيمة الحالية للشركة ستقدر بـ ١٣٥ مليون دولار، ليصل إجمالي

القيمة الذاتية إلى ٤٨٥ مليون دولار.

المبدأ: الشراء بأسعار جذابة

وحتى الحساب الأكثر تحفظاً لقيمة الشركة يشير إلى أن "بافيت" اشترى شركة واشنطن بوست بنصف قيمتها الذاتية على الأقل، وهو يؤكد أنه اشترى الشركة بأقل من ربع قيمتها، وفي كلتا الحالتين، ليس هناك شك في أنه قد اشترى الشركة بسعر منخفض بشكل كبير عن قيمتها الحالية، وهنا نرى أن "بافيت" قد كان وفيّاً لفرضية " بن جراهام"؛ لأنّ الشراء بسعر مخفض يحقق هامش أمان.

المبدأ: العائد على حقوق الملكية

عندما اشترى "بافيت" أسهماً في واشنطن بوست ، كان العائد على الأسهم هو ١٥.٧٪، وكان ذلك عائداً متوسطاً بالنسبة إلى معظم الصحف، وكان أفضل قليلاً من مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ الصناعي. ولكن في غضون خمس سنوات، تضاعف العائد على الأسهم، بل تضاعف آنذاك بمعدل ارتفاع مؤشر ستاندرد أند بورز نفسه وأعلى بنسبة ٥٠٪ من معدل الصحيفة المتوسطة. وعلى مدى السنوات العشر التي تلت ذلك، حافظت بوست على تفوقها، حتى بلغت عوائدها ٣٦٪ على حقوق الملكية في عام ١٩٨٨.

وهذه العائدات فوق المتوسط جديرة بالإعجاب أكثر عندما نلاحظ أن الشركة، مع مرور الوقت، خفضت ديونها عمداً. وفي عام ١٩٧٣، بلغت نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية ٣٧٪، وهي ثاني أعلى نسبة في مجموعة الصحف. وما يثير الدهشة أنه في عام ١٩٧٨ قامت "كاثرين جراهام" بتخفيض ديون الشركة بنسبة ٧٠٪، أما في عام ١٩٨٣، فبلغت نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية ٢.٧٪، أي ما يعادل عُشر المتوسط في مجموعة الصحف، إلا أن بوست حققت عائداً

على حقوق الملكية بنسبة ١٠٪ أعلى من هذه الشركات. وبعد الاستثمار في أنظمة الهواتف الخلوية، وشراء أنظمة كابلات ٥٣ من شركة كايبتال سيتي في عام ١٩٨٦،

كانت الديون في الشركة عالية بشكل غير معهود؛ حيث بلغ مقدارها ٣٣٦ مليون دولار، ولكن في غضون عام، تم تخفيضها إلى ١٥٥ مليون دولار. وبحلول عام

١٩٩٢، بلغت الديون الطويلة الأجل ٥١ مليون دولار، وكانت نسبة الديون طويلة الأجل لا على حقوق الملكية ٥.٥٪، مقارنة بمتوسط الصناعة البالغ ٤٢.٧٪.

المبدأ: هوامش الربح

وبعد ستة أشهر من طرح أسهم شركة واشنطن بوست للاكتتاب العام، التقت "كاثرين جراهام" بمحللين أميين في وول ستريت، وأوضحت أن المهمة الأولى

للشركة هي زيادة الأرباح إلى أقصى حد لعمليات الشركة القائمة، وبالفعل واصلت الأرباح ارتفاعها في المحطات التليفزيونية ومجلة نيوزويك، لكن ربحية

الصحيفة كانت تنخفض، وبررت السيدة "جراهام" ذلك بأن السبب الأكبر هو ارتفاع تكاليف الإنتاج؛ أي الأجور، ولكن بعد أن اشترت بوست صحيفة تايمز

هيرالد، قفزت الأرباح، وفي كل مرة كانت تحدث فيها إضرابات نقابية (مثل إضرابات ١٩٤٩، ١٩٥٨، ١٩٦٦، ١٩٦٨، ١٩٦٩)، كانت الإدارة تختار دفع ما يطلب منها من

مطالبات، بدلاً من المخاطرة بإغلاق الصحيفة. وخلال هذا الوقت، كانت واشنطن العاصمة لا تزال مدينة تشر بها صحف ثلاث. وخلال الخمسينيات والستينيات

من القرن الماضي، أدت زيادة تكاليف الأجور إلى إضعاف الأرباح، وقالت السيدة "جراهام" للمحللين إن هذه المشكلة سوف تحل.

وعندما قارب وقت انتهاء عقود عمال النقابات في السبعينيات، استعانت السيدة "جراهام" بمفاوضين كان لهم موقف متشدد إزاء النقابات، حتى انتصرت

الشركة في عام ١٩٧٤ على إضراب قام به اتحاد عمال الصحف، إلى أن استقر عمال الطباعة على إبرام عقد جديد، بعد إجراء مفاوضات مطولة. وبلغ موقف السيدة

"جراهام" الثابت منتهاه خلال إضراب الصحفيين في عام ١٩٧٥، وكان لا بد من اتخاذ إجراء حازم؛ فقد كان الإضراب عنيفاً وقاسياً، وفقد الصحفيون تعاطف

الناس معهم عندما قاموا بتخريب غرفة الصحافة قبل الإضراب، فقامت الإدارة بتشغيل المطابع؛ وعلى هذا النحو قام أعضاء اتحاد عمال الصحف واتحاد

الطابعات بخرق الاعتصام، ثم أعلنت السيدة "جراهام" بعد أربعة أشهر، أن الصحيفة ستعين موظفين صحفيين غير تابعين للنقابة، وهكذا انتصرت الشركة.

وفي أوائل السبعينيات، كتبت الصحافة المالية أن "أفضل ما يمكن قوله عن أداء شركة واشنطن بوست هو تحقيقها درجة ج في الربحية" ٥. ووصلت الهوامش

قبل خصم الضرائب في عام ١٩٧٣ إلى ١٠.٨٪، أي أقل كثيراً من ١٥٪ من هوامش الشركة التي حققتها في الماضي في الستينيات، وبعد النجاح في إعادة التفاوض على

عقود النقابات، تحسن الوضع المالي ل بوست. وبحلول عام ١٩٨٨، ارتفع هامش الربح قبل خصم الضرائب إلى ٣١.٨٪، الذي كان جيداً مقارنةً بمتوسط مجموعتها

الصحفية البالغ ١٦.٩٪، ومتوسط مؤشر ستاندرد أند بورز الصناعي البالغ ٨.٦٪.

المبدأ: العقلانية

وأدرت واشنطن بوست تدفقات نقدية كبرى لأصحابها؛ ونظراً إلى أنها أدرت مبالغ نقدية أكبر مما يمكنها إعادة استثماره في أعمالها الرئيسية، فقد واجهت الإدارة

خيارين، هما: إعادة الأموال إلى المساهمين، أو استثمار الأموال بشكل مربح في فرص جديدة، وكان "بافيت" يفضل أن تعيد الشركات الأرباح الفائضة إلى

المساهمين. وكانت شركة واشنطن بوست، خلال فترة رئاسة "كاثارين جراهام" لها، هي أول صحيفة في مجالها تعيد شراء الأسهم بكميات كبيرة، وقد اشترت

الشركة بين عامي ١٩٧٥ و١٩٩١، نسبة لا تصدق بلغت ٤٣٪ من أسهمها بمتوسط سعر ٦٠

دولارًا للسهم الواحد.

كما يمكن للشركة أيضًا أن تختار إعادة المال إلى المساهمين من خلال زيادة أرباح الأسهم، وفي عام ١٩٩٠، بعد إجراء تصويت أعلنت شركة واشنطن بوست، التي

كانت لديها احتياطات نقدية كبيرة، زيادة الأرباح السنوية للمساهمين من ١٨٤ دولارًا إلى ٤٠٠ دولار، أي بزيادة ١١٧٪.

وفي أوائل التسعينيات من القرن الماضي، خلص "بافيت" إلى أن الصحف ستظل أعمالًا تجارية تحقق عوائد أعلى من المتوسط بالمقارنة مع الصناعة الأمريكية بشكل

عام، لكنها في المستقبل ستغدو أقل قيمة على نحو لم يتوقعه هو، أو أي محلل إعلامي آخر منذ سنوات، ويرجع ذلك في الأساس إلى أن الصحف قد فقدت مرونة

التسعير؛ ففي السنوات السابقة، عندما تباطأ الاقتصاد، وخفض المعلنون النفقات عما سبق، كان بمقدور الصحف الحفاظ على الربحية من خلال رفع معدلات

أسعار الإعلانات المنشورة بها. أما اليوم، فلم تعد الصحف مؤسسات احتكارية؛ حيث وجد المعلنون طرقًا أرخص للوصول إلى عملائهم؛ من خلال قنوات

التلفزيون ذات الاشتراك الخاص، والبريد المباشر، والمنشورات الدعائية المرفقة مع الصحف، والأهم من ذلك كله؛ الاستخدام الواسع للإنترنت، وكل هذا قد أخذ

جميع أموال الإعلانات من الصحف.

وبحلول عام ١٩٩١، كان "بافيت" مقتنعًا بأن التغيير في معدل الربحية يمثل تغيرًا بطيئًا طويل الأجل، فضلًا عن أنه تغير دوري مؤقت. وقد أقر قائلًا: "الحقيقة هي

أن ممتلكات الصحف والتلفزيون والمجلات بدأت تشبه الأعمال التجارية بشكل أكبر من كونها امتيازات من حيث سلوكها الاقتصادي" ٦ . وتؤثر التغيرات الدورية

في الأرباح قصيرة الأجل، ولكنها لا تقلل من القيمة الذاتية للشركة، في حين أن التغيرات

البطيئة طويلة الأجل تقلل من الأرباح، وتقلل أيضًا من القيمة الذاتية

للشركة، ومع ذلك، فإن التغيير في القيمة الذاتية لشركة واشنطن بوست، كما قال "بافيت"، كان معتدلاً بالمقارنة مع الشركات الإعلامية الأخرى، وكانت

الأسباب منقسمة إلى شقين؛ أولهما: أن الأرصدة النقدية الخاصة بواشنطن بوست التي تقدر بـ ٤٠٠ مليون دولار تعوض كثيراً حجم ديونها طويلة الأجل التي تبلغ

٥٠ مليوناً. وكانت صحيفة واشنطن بوست هي الصحيفة العامة الوحيدة التي تعتبر خالية أساساً من الديون، ونتيجة ذلك، فإن الانكماش في قيمة أصولها لم يبرز بفعل التأثيرات الناجمة عن ديونها" ٧ .

المبدأ: فرضية الدولار الواحد

كان هدف "بافيت" هو اختيار الشركات التي يترجم فيها كل دولار من الأرباح المحتجزة إلى دولار واحد على الأقل من القيمة السوقية، ويمكن لهذا الاختبار أن

يحدد سريعاً الشركات التي تمكّن مديروها، مع مرور الوقت، من استثمار رأسمال الشركة على النحو الأمثل؛ حيث إنه إذا تم استثمار الأرباح المحتجزة في الشركة

وأدرت عوائد أعلى من المتوسط، فسيكون البرهان على ذلك هو زيادة أكبر نسبياً على القيمة السوقية للشركة.

ومن عام ١٩٧٣ إلى عام ١٩٩٢، حققت شركة واشنطن بوست أرباحاً مملوكة تقدر بـ ١.٧٥٥ مليار دولار، ومن خلال هذه الأرباح، دفعت الشركة إلى المساهمين ٢٩٩

مليون دولار، واحتجرت ١.٤٥٦ مليار دولار لإعادة استثماره في الشركة. وفي عام ١٩٧٣، بلغت القيمة السوقية الإجمالية لشركة واشنطن بوست ٨٠ مليون دولار،

وبحلول عام ١٩٩٢، ارتفعت القيمة السوقية إلى ٢.٦٣٠ مليار دولار، وبالتالي على مدى تلك السنوات العشرين، مقابل كل دولار احتجرتة الشركة حققت أمامه

قيمة سوقية للمساهمين تقدر بـ ١.٨١ دولار.

ومع ذلك، هناك طريقة أخرى للحكم على نجاح شركة واشنطن بوست في ظل قيادة "كاثرين جراهام". ويساعدنا "ويليام ثورندايك" في كتابه ذي البصيرة النافذة

بعنوان The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success ، على التقدير الأفضل لمدى جودة

أداء كل من الشركة والرئيس التنفيذي بشكل فعلي، حيث يقول: "منذ الطرح الأولي للاكتتاب العام لأسهم الشركة في عام ١٩٧١ حتى تنحي كاثرين جراهام عن

منصبها، رئيسة مجلس الإدارة، في عام ١٩٩٣، كان العائد السنوي المركب للمساهمين رائعًا؛ حيث بلغ نسبة ٢٢.٣٪، متفوقًا على كل من مؤشر ستاندرد أند بورز

(بنسبة ٧.٤٪)، ونظرائها (بنسبة ١٢.٤٪)، وكانت قيمة الدولار المستثمر عند الطرح الأولي للاكتتاب العام تبلغ ٨٩ دولارًا في الوقت الذي تقاعدت فيه "كاثرين"،

مقابل ٥ دولارات، لمؤشر ستاندرد أند بورز، و١٤ دولارًا لمجموعة نظرائها. وقد تفوقت "كاثرين جراهام" على مؤشر ستاندرد أند بورز بمقدار ثمانية عشر ضعفًا،

وعلى نظرائها بأكثر من ستة أضعاف، وكانت أفضل مدير تنفيذي لصحيفة في البلاد خلال فترة العشرين عامًا بفارق كبير " ٨ .

شركة جيكو

تأسست شركة جيكو للتأمين على السيارات للموظفين الحكوميين في عام ١٩٣٦ على يد المحاسب التأميني "ليو جودوين" ٩ . وقد وضع تصورًا للشركة يتمثل في

اقتصار التأمين على السائقين منخفضي المخاطر، وبيع هذا التأمين مباشرة عن طريق البريد؛ حيث اكتشف أن موظفي الحكومة، قد يتعرضون إلى حوادث أقل من

عامة الناس، كما كان يعلم أنه من خلال البيع المباشر إلى السائق، يوفر للشركة النفقات الإضافية الخاصة بالوكلاء، التي عادة ما تكون بنسبة من ١٠ إلى ٢٥٪ من

قيمة كل قسط. وقد رأى "جودوين" أنه إذا انتقى السائقين الحذرين، وأقنعهم بمدى التوفير الذي سيحققونه عند إصدار وثائق التأمين لهم مباشرة، سيكون ذلك بمنزلة وصفة للنجاح.

وقد استدعى "جودوين" مصرفياً من مدينة فورت وورث بولاية تكساس، يدعى "كليفس ريا" ليكون شريكاً له، واستثمر "جودوين" ٢٥٠٠٠ دولار، وامتلك ٢٥٪ من

الأسهم، كما استثمر "ريا" ٧٥ ألف دولار مقابل ٧٥٪ من الأسهم. وفي عام ١٩٤٨، انتقلت الشركة من ولاية تكساس إلى واشنطن العاصمة، ثم قررت عائلة "ريا" في

ذلك العام، بيع حصتها في الشركة، وقد استعان "ريا" بـ"لوريمر ديفيدسون"، وهو مندوب مبيعات سندات بمدينة بالتيمور، للمساعدة على عملية البيع. وبدوره

طلب "ديفيدسون" من "ديفيد كريجر"، وهو محام في واشنطن العاصمة، مساعدته على العثور على المشتريين، وعرض "كريجر" الصفقة على شركة جراهام

نيومان. وقرر "بن جراهام" شراء نصف أسهم شركة ريا مقابل ٧٢٠٠٠٠ دولار، واشترى "كريجر" وشركاء "ديفيدسون" في بالتيمور النصف الآخر، في حين أجبرت

لجنة الأوراق المالية والبورصات شركة جراهام نيومان، على الحد من أسهمها في شركة

جيكو إلى ١٠٪ من الشركة؛ لأنها كانت صندوق استثمار؛ لذلك اضطر

"جراهام" إلى توزيع أسهم شركة جيكو على صندوق الشركاء، وبعد سنوات، عندما أصبحت شركة جيكو تقدر قيمتها بمليار دولار، كانت أسهم "جراهام الشخصية" تقدر بملايين الدولارات.

وانضم "لوريمر ديفيدسون"، بناء على دعوة من "جودوين"، إلى فريق إدارة شركة جيكو؛ وفي عام ١٩٥٨، أصبح رئيس مجلس الإدارة، وتولى قيادة الشركة حتى عام ١٩٧٠. وخلال هذه الفترة، وسع المجلس الأهلي للتأمين على سيارات جيكو ليشمل العمالة المهنية والإدارية والفنية والتنفيذية، وشملت سوق التأمين في شركة جيكو حاليًا ٥٠٪ من جميع أصحاب السيارات، بعد أن كانت النسبة هي ١٥٪. ولاقت الإستراتيجية الجديدة نجاحًا، وارتفعت أرباح الاكتتاب؛ لأن المجموعة الجديدة من السائقين تبين أنهم حذرون تمامًا، مثل موظفي الحكومة.

وكانت هذه الفترة هي السنوات الذهبية للشركة، وفي الفترة ما بين عامي ١٩٦٠ و ١٩٧٠ كانت الجهات التنظيمية للتأمين مفتونة بنجاح جيكو، ورأى المساهمون ارتفاع سعر أسهمهم. وارتفعت نسبة الأقساط إلى الفائض، إلى أعلى من ١:٥، وتقيس هذه النسبة المخاطر التي تأخذها الشركة (الأقساط المكتتبه) مقارنة بفائض حاملي وثائق التأمين (رأس المال المستخدم لدفع المطالبات)، ولأن الجهات التنظيمية للتأمين أبدت إعجابها الشديد بشركة جيكو، فقد سمحت للشركة بتجاوز نسبة متوسط الصناعة.

وبحلول أواخر الستينيات، بدأ نجم شركة جيكو يأفل، ففي عام ١٩٦٩، قدمت الشركة تقارير تفيد بأنها قللت من تقدير قيمة احتياطياتها لتلك السنة بمقدار ١٠

ملايين دولار؛ فبدلاً من تحقيق أرباح تقدر بـ ٢.٥ مليون دولار، في الواقع سجلت الشركة خسارة، ثم تم إجراء تعديل على الدخل في العام المقبل، ولكن قللت

الشركة من تقدير قيمة الاحتياطات مرة أخرى - وهذه المرة بمقدار ٢٥ مليون دولار - ولهذا أظهرت أرباح الاكتتاب لعام ١٩٧٠ خسارة كارثية.

وتسمى الإيرادات التي تتلقاها شركة التأمين من حملة وثائق التأمين أقساط تأمين مكتسبة، ومن خلال هذه الأقساط، تتعهد الشركة بتوفير تغطية تأمينية

لسائقي السيارات خلال العام؛ وتتضمن التكاليف التي تتحملها شركة التأمين الخسائر المؤمن عليها، وهي المطالبات التي يقدمها السائقون للتعويض،

ومصروفات الخسائر، والتكاليف الإدارية لتسوية المطالبات. ويجب ألا تعكس هذه التكاليف الإجمالية، المدفوعات التي تم دفعها خلال السنة فحسب، بل أن

تعكس أيضاً قيمةً تقديرية للمطالبات التي لم تدفع بعد، وتنقسم القيم التقديرية بدورها إلى فئتين: الأولى هي تكاليف ونفقات المطالبات التي تتوقع الشركة

دفعها خلال العام، والثانية هي احتياطات التسوية، التي تخصص جانباً منها لتغطية الاحتياطات التي قللت الشركة من تقدير قيمتها السنوات السابقة، ولكن

لا تتم تسوية بعض مطالبات التأمين عدة سنوات بسبب رفع الأمر إلى القضاء، الذي غالباً ما ينطوي على سداد دفعات كبيرة مقابل النفقات القانونية والطبية،

وكانت المشكلة التي تواجه شركة جيكو لا تقتصر على أنها قامت بإصدار وثائق تأمينية على وشك التسبب في حدوث خسائر بسبب التعويضات فحسب، وإنما لم

تكن تقديراتها للاحتياطات السابقة دقيقة أيضاً.

وفي عام ١٩٧٠، تقاعد "ديفيدسون"، وحل محله "ديفيد كريجر"، وهو المحامي بواشنطن، وانتقلت إدارة الشركة إلى "نورمان جیدن"، الذي شغل منصب الرئيس

والرئيس التنفيذي، أما ما حدث بعد ذلك، فيشير إلى أن شركة جيكو كانت تحاول الخروج من أزمة الاحتياطي الخاص بها، التي حدثت في عامي ١٩٦٩ و١٩٧٠، وزاد

عدد وثائق التأمين الجديدة للسيارات بين عامي ١٩٧٠ و١٩٧٤ بمعدل سنوي قدره ١١٪ مقارنة بمعدل ٧٪ في الفترة من ١٩٦٥ إلى ١٩٧٠. وبالإضافة إلى ذلك في عام ١٩٧٢،

شرعت الشركة في تنفيذ برنامج لامركزي عالي التكلفة يتطلب الكثير من الجهد، ويستلزم استثمارات كبيرة في العقارات والمعدات الحاسوبية والموظفين.

وبحلول عام ١٩٧٣، قامت الشركة، التي تواجه منافسة شرسة، بتخفيض معايير أهليتها لتوسيع حصتها في السوق. والآن، وللمرة الأولى، قد اشتملت فئة سائقي

السيارات المؤمن عليهم في شركة جيكو على عمال من ذوي الياقات الزرقاء، وسائقين تحت سن ٢١ عامًا، وهما فئتان لهما خلفية تاريخية مثيرة للجدل. وقد حدث

كلا التغييرين الإستراتيجيين، وهما خطة التوسع في الشركة، وخطة ضمان عدد أكبر من سائقي السيارات، بالتزامن مع رفع الرقابة على الأسعار في البلاد عام

١٩٧٣، وسرعان ما ارتفعت تكاليف إصلاح السيارات والرعاية الطبية ارتفاعًا كبيرًا.

وبدأت خسائر التعويضات في شركة جيكو تظهر في الربع الرابع من عام ١٩٧٤، فأعلنت الشركة في ذلك العام عن خسارة قدرها ٦ ملايين دولار، وهي الأولى لها منذ

٢٨ عامًا. ومن المثير للدهشة أن نسبة الأقساط إلى الفائض في تلك السنة كانت ١:٥ ومع ذلك، استمرت الشركة في السعي وراء تحقيق النمو، وبحلول الربع الثاني

من عام ١٩٧٥، أعلنت شركة جيكو عن المزيد من الخسائر، وأعلنت أنها ستلغي أرباح أسهم الشركة التي تقدر بـ ٠.٨٠ دولار.

وقد استعان "جيدن" بشركة استشارية تسمى ميليمان أند روبرتسون لتقديم توصيات إلى شركة جيكو عن السبيل إلى النهوض من عثرتها، لكن نتائج الدراسة لم

تكن مشجعة؛ حيث قال الاستشاريون إن احتياطي الشركة كان غير كافٍ بمقدار يتراوح بين ٣٥ مليون دولار و٧٠ مليون دولار، وستحتاج إلى ضخ رأس المال من

أجل القدرة على البقاء والنمو، وقد قبل مجلس الإدارة دراسة الاستشاريين، وأعلن عن ذلك لمساهميها. وبالإضافة إلى ذلك، توقع مجلس الإدارة أن تقترب

خسائر التعويضات لعام ١٩٧٥ من مبلغ هائل قدره ١٤٠ مليون دولار (وكانت النتيجة الفعلية هي ١٢٦ مليون دولار)، فبُهِت المساهمون والجهات التنظيمية للتأمين.

وفي عام ١٩٧٢، وصل سعر سهم شركة جيكو إلى ٦١ دولارًا، وبحلول عام ١٩٧٣، انخفض سعر السهم إلى النصف؛ وفي عام ١٩٧٤، انخفض السعر حتى وصل إلى ١٠

دولارات؛ وفي عام ١٩٧٥، عندما أعلن المجلس عن الخسائر المتوقعة، انخفض السهم حتى وصل إلى ٧ دولارات؛ ما أدى إلى رفع العديد من المساهمين دعوى

جماعية ضد الشركة بتهمة الاحتيال، وأرجع المسؤولون التنفيذيون في شركة جيكو مسؤولية مشكلات الشركة للتضخم والتكاليف القانونية والطبية الباهظة، لكن

شركات التأمين قد واجهت تلك المشكلات، ولكن مشكلة شركة جيكو أنها ابتعدت عن تقاليد الناجحة المتمثلة في تأمين السائقين الحذرين فحسب، بل إنها

علاوة على ذلك، لم تعد تتحقق من نفقات الشركات، ومن ثم مع توسع الشركة في قائمة السائقين المؤمن عليهم، كانت افتراضات الخسائر السابقة غير دقيقة

بشكل مؤسف لتغطية المطالبات الجديدة والمتكررة، كما أن الشركة في الوقت الذي كانت تقلل فيه من قيمة خسائرها المؤمن عليها، كانت تزيد من نفقاتها الثابتة.

وفي الاجتماع السنوي الذي عقدته جيكو في مارس ١٩٧٦، اعترف "جيدن" بأنه يمكن لرئيس آخر معالجة مشكلات الشركة بشكل أفضل، وأعلن أن مجلس إدارة

الشركة قد عين لجنة للبحث عن إدارة جديدة، وظل سعر سهم شركة جيكو ضعيفًا، حيث

أصبح الآن ٥ دولارات، متجهًا إلى سعر أدنى ١٠ .

وبعد الاجتماع السنوي لعام ١٩٧٦، أعلنت شركة جيكو أن "جون جيه. بيرن"، وهو مدير تسويق، يبلغ من العمر ٤٣ عامًا، كان يعمل في شركة ترافيلرز

كوروبوريشن، سيصبح الرئيس الجديد. وبعد فترة وجيزة من تعيينه، أعلنت الشركة عن طرح أسهم ممتازة بقيمة ٧٦ مليون دولار لتعزيز رأسمالها، ولكن

المساهمين كانوا قد فقدوا الأمل، وانخفض سعر السهم الواحد إلى دولارين.

وخلال هذه الفترة، كان "وارن بافيت" يشتري الأسهم في جيكو بتؤدة وإصرار، ونظرًا إلى أن الشركة تآرجحت على حافة الإفلاس، قام باستثمار ٤.١ مليون دولار،

وجمع ١.٢٩٤.٣٠٨ أسهم، بمتوسط سعر ٣.١٨ دولار.

المبدأ: بسيطة ومفهومة المجال

عندما كان "بافيت" يرتاد جامعة كولومبيا عام ١٩٥٠، كان معلمه "بن جراهام" هو مدير شركة جيكو؛ ما أثار فضوله للذهاب إلى واشنطن العاصمة في إحدى

عطلات نهاية الأسبوع لزيارة الشركة، ثم ذهب يوم السبت، وطرق باب الشركة، فأدخله الحارس، وأوصله إلى السلطة التنفيذية الوحيدة التي كانت موجودة في

المكتب في ذلك اليوم، وهو "لوريمر ديفيدسون"، الذي أمطره "بافيت" بوابل من الأسئلة، وقضى "ديفيدسون" الساعات الخمس التالية في شرح نقاط التفرد التي

تتميز بها شركة جيكو لزائره الشاب، وكان "فيليب فيشر" سيبيدي إعجابه بما حدث.

وفي وقت لاحق، عندما عاد "بافيت" إلى أوماها، وشركة السمسرة التابعة لوالده، أوصى بأن يقوم عملاء الشركة بشراء أسهم في شركة جيكو، فاستثمر بنفسه

أسهمًا بقيمة ١٠٠٠٠ دولار؛ أي ما يقرب من ثلثي صافي ثروته، ورفض العديد من

المستثمرين توصيته، بل إن وكلاء التأمين في أوماها قد اشتكوا إلى "هاورد بافيت"

من أن ابنه كان يروج لشركة تأمين "بلا وكلاء". وبعد إصابته بالإحباط، باع "وارن بافيت" أسهمه في شركة جيكو بعد ذلك بعام، وبربح ٥٠٪، ولم يعاود شراء

أية أسهم في الشركة حتى عام ١٩٧٦.

وواصل "بافيت"، بإصرار، توصية عملائه بشراء أسهم في شركات التأمين، واشترى شركة كنساس سيتي لايف للتأمين بثلاثة أضعاف أرباحها، وكان يملك شركة

ماساتشوستس إندمنتي للتعويضات والتأمين على الحياة في المحفظة الأمنية لشركة بيركشاير هاثاواي. وفي عام ١٩٦٧ اشترى حصة مسيطرة في شركة ناشونال

إندمنتي للتعويضات. وعلى مدى السنوات العشر المقبلة، قام "جاك رينجوالت"، الرئيس التنفيذي لشركة ناشونال إندمنتي للتعويضات، بتعليم "بافيت" آليات

إدارة شركة تأمين، وكانت تلك التجربة - أكثر من أية تجربة أخرى - هي التي ساعدت "بافيت" على فهم الكيفية التي تحقق بها شركة التأمين الأرباح، كما أنها

على الرغم من الوضع المالي المتزعزع لشركة جيكو، أعطته الثقة لشراء الشركة.

وبالإضافة إلى استثمار شركة بيركشاير الذي تبلغ قيمته ٤.١ مليون دولار في شراء أسهم عادية في شركة جيكو، استثمر "بافيت" أيضًا مبلغ ١٩.٤ مليون دولار في

أسهمها الممتازة القابلة للتحويل التي أصدرتها، ورفعت رأس المال الإضافي للشركة. وبعد عامين، حولت بيركشاير هذه الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية؛ وفي عام

١٩٨٠، استثمر "بافيت" ١٩ مليون دولار أخرى من أموال شركة بيركشاير في الشركة، وبين ١٩٧٦ و ١٩٨٠، استثمرت شركة بيركشاير بقيمة إجمالية تقدر بـ ٤٧

مليون دولار في شراء أسهم بقيمة ٧.٢ مليون من شركة جيكو بمتوسط سعر ٦.٦٧ دولار للسهم الواحد، وبحلول عام ١٩٨٠، كان هذا الاستثمار قد ارتفعت قيمته

بنسبة ١٢٣٪، وبلغت قيمته آنذاك ١٠٥ ملايين دولار، وأصبحت أكبر حيازة استثمارية لدى "بافيت".

المبدأ: تاريخ تشغيل ثابت

عند الوهلة الأولى، قد نظن أن "بافيت" قد انتهك مبدأ الثبات؛ حيث من الواضح أن سير العمل في شركة جيكو في عامي ١٩٧٥ و ١٩٧٦ لم يكن يتسم بأي نوع من

أنواع الثبات، ولذا عندما أصبح "بيرن" رئيسًا لشركة جيكو، كانت مهمته هي تصحيح مسار الشركة، وتغيير وضعها، ولكن كان "بافيت" يقول في كثير من الأحيان

إن هذا التحول نادرًا ما يحدث، فكيف يتسنى لنا إذن تفسير شراء بيركشاير شركة جيكو؟

من ناحية، كان ذلك تحولًا استثنائيًا، فقد نجح "بيرن" في تحويل مسار الشركة ووضعها في مكانة تمكنها من المنافسة مرة أخرى في مجال التأمين، ولكن الأهم

من ذلك، حسب قول "بافيت"، أن جيكو لم تكن في طريقها إلى النهاية، بل كانت مجرد كبوة مرت بها. ولا يزال حق الامتياز الخاص بها في توفير تأمين منخفض

التكلفة بلا وكلاء ساريًا. وعلاوة على ذلك، لا تزال السوق بها سائقون آمنون، يمكن أن يؤمن عليهم بأسعار من شأنها أن توفر ربحًا للشركة، فعندما يكون

الأساس هو السعر، تتفوق جيكو دومًا على منافسيها. وعلى مدى عقود، حققت الشركة أرباحًا كبيرة لأصحابها من خلال الاستفادة من نقاط القوة التنافسية

لديها، وأوضح "بافيت" أن نقاط القوة هذه ما زالت قائمة؛ حيث كانت المشكلات التي واجهتها شركة جيكو في السبعينيات لا علاقة لها بتقليص امتيازها، بل لأن

الشركة قد انحرفت عن مسارها؛ بسبب مشكلاتها التشغيلية والمالية، حتى مع عدم وجود قيمة صافية، كانت شركة جيكو لا تزال تقدر قيمتها بالكثير من المال؛

لأن امتيازاتها لم تتعرض لسوء.

المبدأ: آفاق مستقبلية مباشرة طويلة الأجل

على الرغم من أن التأمين على السيارات هو منتج سلعي، فإن "بافيت" يقول إن الشركة التي تعمل في تجارة السلع يمكن أن تحقق أرباحًا مالية إذا كانت لها ميزة تكلفة مستدامة وكبيرة، وينطبق هذا الوصف على شركة جيكو تمامًا، ونحن نعلم أيضًا أن الإدارة في الشركة التي قوامها تجارة السلع هي متغير جوهري، وقد

أثبتت قيادة شركة جيكو، منذ شراء شركة بيركشاير أسهمًا بها، أنها تتمتع بميزة تنافسية أيضًا.

المبدأ: الصراحة

عندما تولى "جون (جاك) بيرن" مسؤولية إدارة شركة جيكو في عام ١٩٧٦، أقنع كلاً من الجهات التنظيمية للتأمين والمنافسين بأنه إذا أفلست شركة جيكو، فإن

الضرر سيعم هذه الصناعة برمتها، ولذا تضمنت خطته لإنقاذ الشركة زيادة رأس المال، وإبرام اتفاقية إعادة تأمين مع شركات أخرى؛ لإعادة تأمين جزء من

أعمال شركة جيكو، وخفض التكاليف بشكل كبير. وبناء على ذلك كانت "عملية التقدم إلى الأمام"، كما وصفها "بيرن"، هي خطة المعركة التي تهدف إلى إعادة

الشركة إلى تحقيق الأرباح.

وفي عامه الأول، أغلق "بيرن" ١٠٠ مكتب، وقلص عدد العمالة من ٧٠٠٠ إلى ٤٠٠٠، وسلم رخصة جيكو لبيع بوالص التأمين في كل من نيوجيرسي وماساتشوستس،

وأخبر "بيرن" الجهات التنظيمية في نيوجيرسي بأنه لن يجدد ٢٥٠٠٠٠ بوليصة كانت تكلف الشركة ٣٠ مليون دولار سنويًا. وبعد ذلك، استغنى عن الأنظمة المحوسبة

التي سمحت لحاملي وثائق التأمين بتجديد التأمين دون تقديم معلومات محدثة، وعندما طلب "بيرن" المعلومات الجديدة، وجد أن الشركة تخفض من سعر

وثائق التجديد الخاصة بها بنسبة ٩٪. وعندما قامت شركة جيكو بإعادة تسعيرها، قرر ٤٠٠٠٠٠ من حاملي وثائق التأمين إيقاف التعاقد التأميني معها. وإجمالاً،

خففت إجراءات "بيرن" عدد حاملي وثائق التأمين من ٢.٧ مليون إلى ١.٥ مليون، وتحولت من كونها الشركة رقم ١٨ ضمن أكبر شركات التأمين في البلاد عام ١٩٧٥

إلى الشركة رقم ٣١ بعد عام من ذلك. وعلى الرغم من هذا الانخفاض، فإن شركة جيكو بعد خسارتها ١٢٦ مليون دولار في عام ١٩٧٦، حققت عائدات هائلة قدرها

٥٨.٦ مليون دولار من استثمار قيمته ٤٦٣ مليون دولار من العائدات في عام ١٩٧٧، وهو الأول الكامل من تولي "بيرن" المسؤولية.

ومن الواضح أن الانتعاش الكبير الذي حققته شركة "جيكو" كان يعود الفضل فيه إلى "بيرن"، كما أن انضباطه الثابت فيما يتعلق بنفقات الشركات أبقى على

انتعاش شركة جيكو لسنوات. وقال "بيرن" للمساهمين إن الشركة يجب أن تعود إلى المبدأ الأول؛ لأنها جهة تقدم خدمات تأمين منخفضة التكلفة. وذكرت

تقاريره بالتفصيل كيفية استمرار الشركة في الحفاظ على خفض تكاليفها، ولكن حتى في عام ١٩٨١ عندما كانت جيكو سابع أكبر شركة تأمين على السيارات في

البلاد، فقد تشارك "بيرن" سكرتيرته مع اثنين من المديرين التنفيذيين الآخرين، وكان يتفاخر بأن كل موظف في الشركة كان يتولى مسؤولية ٣٧٨ وثيقة تأمين،

وذلك أكثر من الـ ٢٥٠ وثيقة تأمين في السنوات السابقة، وخلال سنوات تحويل مسار الشركة، كان دائماً مصدر إلهام الموظفين وتحفيزهم؛ ما دفع "بافيت" إلى أن

يقول عنه: إنه "مثل مربي الدجاج الذي يضع بيضة النعامة في عش الدجاج، ويقول: أيتها الدجاجات، هذا هو ما يقوم به المنافسون" ١١ .

وعلى مر السنين، كان "بيرن" سعيداً بالحديث عن التقدم الناجح الذي أحرزته شركة

جيكو، وكان صريحًا بالقدر نفسه مع مساهميه عندما ساءت الأوضاع. وفي

عام ١٩٨٥، تعثرت الشركة مؤقتًا، عندما كانت لديها خسائر بسبب التعويضات، ولذا خلال كتابة تقرير الشركة للمساهمين في الربع الأول، قالت "لين دودز" إن: "بيرن شبه المحنة التي تمر بها الشركة بالطيار الذي قال لركابه: "الأخبار السيئة هي أننا قد ضللنا الطريق، أما الخبر السار فهو أننا نظير بسرعة أفضل من المعدل

المطلوب"" ١٢ ، وسرعان ما استعادت الشركة مكانتها، وحققت نتائج اكتتاب مريحة في السنة التالية، ولكن على القدر نفسه من الأهمية، اكتسبت الشركة سمعة

طيبة؛ لأنها صريحة مع مساهمياها.

المبدأ: العقلانية

على مر السنين، أظهر " جاك بيرن" سلوكًا عقلائيًا في إدارة أصول شركة جيكو؛ حيث إنه عقب تولي مهام منصبه، وجه مسار الشركة إلى النمو الموجه، ويرى

"بيرن" أن السبيل لتحقيق المزيد من الأرباح، يكون من خلال النمو بمعدل أبطأ؛ ما يسمح للشركة بمراقبة خسائرها ونفقاتها بعناية، أفضل من أن تنمو بسرعة

مضاعفة إذا كان ذلك يفضي إلى فقدان السيطرة المالية. ومع ذلك، استمر هذا النمو الموجه في إدرار عائدات فائضة لشركة جيكو، وما يبرهن على تلك العقلانية هو

ما فعلته الشركة مع السيولة النقدية.

واعتبارًا من عام ١٩٨٣، لم تتمكن الشركة من استثمار السيولة النقدية الخاصة بها بشكل مربح؛ لذا قررت إعادة الأموال إلى مساهمياها. كما قامت شركة جيكو في

الفترة بين عامي ١٩٨٣ و١٩٩٢ بإعادة شراء ٣٠ مليون سهم، على أساس ما بعد تجزئة الأسهم؛ ما يقلل من إجمالي أسهم الشركة العادية المتداولة بنسبة ٣٠٪.

وبالإضافة إلى شراء الأسهم مرة أخرى، بدأت شركة جيكو أيضًا في زيادة أرباح الأسهم التي

دفعتها إلى مساهمتها؛ وفي عام ١٩٨٠، بلغت أرباح الشركة المعدلة

حسب تجزئة الأسهم ٠.٠٩ دولار للسهم الواحد؛ أما في عام ١٩٩٢، فقد بلغت الأرباح ٠.٦٠ دولار للسهم الواحد، بزيادة سنوية ٢١٪.

المبدأ: العائد على الأسهم

في عام ١٩٨٠، بلغ العائد على الأسهم في شركة جيكو ٣٠.٨٪، أي تقريبًا ما يعادل ضعف متوسط مجموعة نظرائها، وبحلول أواخر الثمانينيات، بدأت عائدات

الشركة على الأسهم في الانخفاض، ولكن ليس بسبب تدهور أحوال الشركة، بل لأن أسهمها نمت بوتيرة أسرع من أرباحها، ومن ثم فإن جزءًا من منطق دفع

الأرباح المتزايدة وإعادة شراء الأسهم كان من أجل تخفيض رأس المال، والحفاظ على عائد مقبول على الأسهم.

المبدأ: هوامش الربح

يمكن للمستثمرين مقارنة ربحية شركات التأمين بطرق مختلفة، وتعتبر هوامش الربح قبل خصم الضرائب واحدًا من أفضل المقاييس لذلك. فعلى مدار عشر

سنوات من ١٩٨٣ إلى ١٩٩٢، كان متوسط هامش الربح قبل خصم الضرائب في شركة جيكو هو الأكثر ثباتًا، وذا أدنى انحراف معياري، عن أية مجموعة من الشركات

المناظرة.

وكما نفهم الآن، فقد أولت جيكو اهتمامًا شديد الدقة بجميع نفقاتها، وتتبع عن كثب النفقات المرتبطة بتسوية مطالبات التأمين؛ وخلال هذه الفترة، بلغ

متوسط نفقات الشركات كنسبة مئوية من الأقساط المكتتبة ١٥٪، أي نصف متوسط الصناعة، وهذه النسبة المنخفضة تعكس بشكل جزئي تكاليف وكلاء التأمين

التي لا يتعين على شركة جيكو دفعها.

وكانت نسبة جيكو المجمعة لنفقات الشركة، وخسائر التعويضات، أعلى من متوسط الصناعة بشكل ملحوظ، وفي الفترة من ١٩٧٧ إلى ١٩٩٢، لم يتفوق متوسط

الصناعة على نسبة جيكو المجمعة إلا مرة واحدة عام ١٩٧٧، ومنذ ذلك الحين، بلغ متوسط نسبة شركة جيكو المجمعة ٩٧.١٪، أي أعلى ١٠ نقاط مئوية عن متوسط

الصناعة. ولم تعلن الشركة عن خسائر بسبب التعويضات سوى مرتين فقط في عامي ١٩٨٥ و١٩٩٢، وقد برزت خسائر التعويضات في عام ١٩٩٢ بسبب العدد غير

العادي للكوارث الطبيعية التي ضربت البلاد في ذلك العام، فدون إعصار أندرو وغيره من العواصف الكبرى، كانت نسبة جيكو المجمعة ستتنخفض بنسبة ٩٣.٨٪.

المبدأ: تحديد القيمة

عندما بدأ "بافيت" شراء شركة جيكو لبيركشاير هاثاواي، كانت الشركة على وشك الإفلاس، لكنه يقول إن شركة جيكو كانت تستحق مبلغًا كبيرًا، حتى مع وجود

صافي القيمة السلبية؛ نتيجة الامتياز التأميني للشركة. ومع ذلك، في عام ١٩٧٦، بما أن الشركة لم تكن لديها أرباح، فقد خالفت التقديرات الحسابية للقيمة التي

وضعها "جون بير ويليامز"، الذي حدد القيمة الحالية بأنها التدفقات النقدية المستقبلية المخصومة بمعدل مناسب. ومع ذلك، وعلى الرغم من عدم اليقين بشأن

التدفقات النقدية المستقبلية لشركة جيكو، فإن "بافيت" كان على يقين بأن الشركة ستصمد وستحقق أرباحًا في المستقبل، أما مسألة مقدار الربح، ومتى

ستحققه، فهو أمر مفتوح للنقاش.

وفي عام ١٩٨٠، امتلكت شركة بيركشاير ثلث شركة جيكو، بتكلفة استثمار قدرها ٤٧ مليون دولار، وبلغت القيمة السوقية الإجمالية لشركة جيكو في تلك السنة

٢٩٦ مليون دولار. وحتى ذلك الحين، قدر "بافيت" أن الشركة تمتلك هامش أمان كبيراً؛ وفي عام ١٩٨٠، حققت الشركة عائدات تبلغ ٦٠ مليون دولار على استثمارات قيمتها ٧٠٥ ملايين دولار، وبلغت حصة بيركشاير من أرباح شركة جيكو ٢٠ مليون دولار، وحسب قول "بافيت": "إن شراء ٢٠ مليون دولار من الأرباح في إحدى الشركات، ذات خصائص اقتصادية من الدرجة الأولى، وآفاق مستقبلية مشرقة، سيتكلف ما لا يقل عن ٢٠٠ مليون دولار"، بل أكثر إذا كان الشراء بهدف الحصول على حصة مسيطرة في الشركة ١٣ .

ومع ذلك، فإن افتراض "بافيت" هذه القيمة التي تبلغ ٢٠٠ مليون دولار، هو افتراض واقعي، في ضوء نظرية تقييم "ويليامز"؛ حيث إنه بافتراض أن شركة جيكو قادرة على الحفاظ على تحقيق هذه الأرباح بقيمة ٦٠ مليون دولار دون مساعدة أي رأسمال إضافي، فإن القيمة الحالية لشركة جيكو التي خصمت منها النسبة الحالية، آنذاك، وتبلغ ١٢٪ على السندات الحكومية الأمريكية ذات الـ ٣٠ عامًا، ستكون ٥٠٠ مليون دولار؛ أي ما يقرب من ضعف القيمة السوقية لشركة جيكو في عام ١٩٨٠، ومن ثم إذا تمكنت الشركة من زيادة قوة الأرباح هذه بنسبة ٢٪، أو بنسبة ١٥٪ قبل التضخم الحالي، فإن القيمة الحالية سترتفع إلى ٦٠٠ مليون دولار، وستساوي حصة بيركشاير ٢٠٠ مليون دولار؛ وبعبارة أخرى، في عام ١٩٨٠، كانت القيمة السوقية لسهم شركة جيكو أقل من نصف القيمة الحالية المخصصة من قوة أرباحها.

المبدأ: فرضية الدولار الواحد

بين عامي ١٩٨٠ و١٩٩٢، نمت القيمة السوقية لشركة جيكو من ٢٩٦ مليون دولار إلى ٤.٦ مليار دولار، أي بزيادة قدرها ٤.٣ مليار دولار، وخلال هذه السنوات الثلاث

عشرة، حققت شركة جيكو أرباحًا قدرها ١.٧ مليار دولار. وقد دفعت إلى المساهمين ٢٨٠ مليون دولار في شكل أسهم عادية، واحتجرت ١.٤ مليار دولار لإعادة

الاستثمار، ومن ثم أنتجت شركة جيكو ٣.١٢ دولار من القيمة السوقية لمساهميها، مقابل كل دولار محتجز. إن هذا الإنجاز المالي لا يعكس الإدارة العليا،

والتسويق المتميز لشركة جيكو فحسب، وإنما يعكس قدرتها على إعادة استثمار أموال المساهمين بأفضل المعدلات.

ومن بين الأدلة الأخرى على تفوق شركة "جيكو"، أنها قامت في عام ١٩٨٠ باستثمار قيمته دولار واحد، وباستثناء أرباح الأسهم الموزعة، فقد زادت قيمة ذلك

الاستثمار حتى وصلت إلى ٢٧.٨٩ دولار بحلول عام ١٩٩٢، وهو ما يمثل زيادة مذهلة بنسبة ٢٩.٢٪ على معدل العائد السنوي المركب، الذي يعتبر معدلًا أعلى كثيرًا

من متوسط الصناعة، ومؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠، اللذين ارتفعا بنسبة ٨.٩٪ خلال الفترة ذاتها.

دمج كابيتال سيتيز مع إيه بي سي

كانت بداية شركة كابيتال سيتيز في مجال الصحافة، وفي عام ١٩٥٤، حينما اشترى كل من الصحفي الشهير "لويل توماس"، ومدير أعماله "فرانك سميث"؛

ومجموعة من الشركاء شركة هيدسون فالي برودكاستينج، التي تضم محطة تليفزيون وإذاعة في مدينة ألباني، عاصمة ولاية نيويورك، وكان "توماس ميرفي" في

ذلك الوقت مدير إنتاج لشركة ليفر براذرز لصناعة الصابون. وقد عين "فرانك سميث"، الذي كان يشارك والد "ميرفي" في ممارسة لعبة الجولف، "ميرفي" الابن

لإدارة محطة التليفزيون التابعة للشركة. ثم بعد ذلك، اشترت شركة هيدسون فالي في عام ١٩٥٧ محطة رالي دورهام التليفزيونية، وتم تغيير اسم الشركة إلى

كابيتال سيتيز برودكاستينج، الذي يعكس أن كلاً من ألباني ووالي كانتا عاصمتي ولاية كل منهما (إذ إن كلمة كابيتال تعني بالإنجليزية عاصمة).

وفي عام ١٩٦٠، عين "ميرفي" "دان بورك" مديرًا لمحطة ألباني، وكان "بورك" شقيق أحد زملاء "ميرفي" في جامعة هارفارد، وهو "جيم بورك" الذي أصبح فيما بعد

رئيسًا لشركة جونسون أند جونسون. وتولى "دان بورك"، وهو من أهل مدينة ألباني، مسؤولية إدارة محطة التلفزيون، بينما عاد "ميرفي" إلى نيويورك، حيث تم

تعيينه رئيسًا لشركة كابيتال سيتيز في عام ١٩٦٤، وهكذا بدأت واحدة من أكثر الشراكات نجاحًا في عالم الشركات الأمريكية. وخلال العقود الثلاثة التي تلت ذلك،

أدار "ميرفي" و"بورك" شركة كابيتال سيتيز، وبتعاونهما معًا اشترى أكثر من ثلاثين شركة بث إذاعي ونشر، كان أبرزها شراء إيه بي سي في عام ١٩٨٥.

وقد التقى "بافيت" للمرة الأولى ب"توم ميرفي" في أواخر الستينيات على مأدبة غداء في نيويورك بدعوة من أحد زملاء "ميرفي"، وتروي القصة أن "ميرفي" كان

معجبًا للغاية بشخصية "بافيت" لدرجة أنه دعاه إلى الانضمام إلى مجلس إدارة شركة كابيتال سيتيز ١٤، ولكن "بافيت" رفض هذا العرض، لكنه فيما بعد صار

هو و"ميرفي" صديقين مقربين، وظلا على تواصل على مدار سنوات، وكان الاستثمار الأول ل"بافيت" في كابيتال سيتيز في عام ١٩٧٧، ولكن على نحو لا يمكن

تفسيره، وبشكل مريب، باع استثماره هذا في العام التالي.

وفي ديسمبر ١٩٨٤، اقترح "ميرفي" على "ليونارد جولدسون"، وهو رئيس هيئة الإذاعة الأمريكية، فكرة دمج الشركتين، وعلى الرغم من رفضه في البداية، تواصل

"ميرفي" مع "جولدسون" مرة أخرى في يناير ١٩٨٥، فقد زادت لجنة الاتصالات الفيدرالية عدد محطات التلفزيون والإذاعة التي يمكن أن تملكها شركة واحدة من

سبع إلى اثنتي عشرة محطة، وذلك اعتبارًا من أبريل في ذلك العام، فوافق "جولدنسون" هذه المرة، وكان "جولدنسون" البالغ من العمر آنذاك ٧٩ عامًا، قلقًا

بشأن من يخلفه، وعلى الرغم من أن إيه بي سي كان يتوافر لديها عدد من المرشحين المحتملين، لم يكن أي منهم مستعدًا لتسلم القيادة، بحسب رأيه؛ وكان

"ميرفي" و"بورك" يعدان أفضل المديرين في صناعة الإعلام والاتصالات، ومن خلال الاتفاق على الاندماج مع كابيتال سيتي، ضمن "جولدنسون" أن إيه بي سي

ستبقى في أيدي إدارية قوية. ودخلت شركات الإذاعة الأمريكية غرفة التفاوض بصحبة مصرفيين استثماريين ذوي أجور عالية، أما "ميرفي"، الذي كان دائمًا يعقد

مفاوضات إبرام صفقاته بنفسه، فقد استعان بصديقه "وارن بافيت" الذي يثق به، فعملًا معًا على إتمام أول عملية بيع على الإطلاق لشبكة تليفزيونية، وكان

ذلك أكبر اندماج لوسائل الإعلام في التاريخ حتى ذلك الوقت.

وعرضت كابيتال سيتي على شركات الإذاعة الأمريكية صفقة إجمالية تبلغ قيمتها ١٢١ دولارًا لكل سهم من أسهم شركة إيه بي سي (١١٨ دولارًا نقدًا للسهم وعُشر

امتياز خيار شراء أسهم كابيتال سيتي بقيمة العُشر ٣ دولارات للسهم الواحد). وكان العرض ضعف القيمة التي تداول بها سهم إيه بي سي قبل يوم من الإعلان،

ومن أجل تمويل صفقة بقيمة ٣.٥ مليار دولار، ستقترض كابيتال سيتي ٢.١ مليار دولار من اتحاد مصرفي، وستبيع محطات تليفزيونية وإذاعية متداخلة تبلغ

قيمتها تقريبًا ٩٠٠ مليون دولار، كما ستبيع أيضًا ممتلكات محظورة لا يسمح لأية شبكة بامتلاكها، بما في ذلك الكابلات التي بيعت في وقت لاحق لشركة واشنطن

بوست، وكان "بافيت" هو مصدر آخر ٥٠٠ مليون دولار، ووافق على أن تشتري بيركشاير هاثاواي ثلاثة ملايين سهم تم إصدارها حديثًا من كابيتال سيتي بسعر

١٧٢.٥٠ دولار للسهم الواحد، فطلب "ميرفي" من صديقه مرة أخرى الانضمام إلى مجلس ا فوافق "بافيت" هذه المرة.

المبدأ: بسيطة ومفهومة المجال

بعد أن عمل في مجلس إدارة شركة واشنطن بوست لأكثر من ١٠ سنوات، استوعب "بافيت" طبيعة العمل في مجال البث التلفزيوني، ونشر الصحف والمجلات،

وتطور استيعابه طبيعة عمل شبكات التلفزيون من خلال صفقة شراء بيركشاير لشركة إيه بي سي مرة في عام ١٩٧٨، ومرة أخرى في عام ١٩٨٤.

المبدأ: تاريخ تشغيل ثابت

كان لكل من كابيتال سيتي وشركات الإذاعة الأمريكية تاريخ تشغيل مريح يعود إلى أكثر من ٣٠ عامًا، وبلغ متوسط العائد على حقوق الملكية ١٧٪، ونسبة الديون

إلى حقوق الملكية ٢١٪ من عام ١٩٧٥ حتى عام ١٩٨٤، وقد بلغ متوسط العائد على حقوق الملكية في كابيتال سيتي خلال ١٠ سنوات قبل عرضها لشراء إيه بي سي

١٩٪، وبلغت نسبة الديون إلى حقوق الملكية ٢٠٪.

المبدأ: آفاق مستقبلية مبشرة طويلة الأجل

تتمتع شركات وشبكات البث الإذاعي والتلفزيوني باقتصادات أعلى من المتوسط، فهي تشبه الصحف، وللأسباب ذاتها تقريبًا، تتمتع بقدر كبير من الشهرة

التجارية الاقتصادية، فبمجرد بناء برج البث، تكون إعادة استثمار رأس المال واحتياجات رأس المال العامل طفيفة، كما أن الاستثمارات في المخزون تكون معدومة،

ويمكن شراء الأفلام والبرامج على المكشوف، والتسديد في وقت لاحق، عندما تندفق دولارات الإعلانات. وهكذا، كقاعدة عامة، تحقق شركات البث الإذاعي

والتلفزيوني عوائد أعلى من المتوسط على رأس المال، وتدر مبالغ نقدية كبيرة تتجاوز احتياجاتها التشغيلية.

والمخاطر التي تتعرض لها شبكات البث التلفزيوني والإذاعي تشمل اللوائح الحكومية، والتكنولوجيا المتغيرة، وانخفاض نسبة الدعاية من خلالها، وكذلك

احتمالية رفض الحكومات تجديد ترخيص البث للشركة، ولكن هذا نادرًا ما يحدث. وكانت البرامج التي تبث على القنوات ذات الاشتراك الخاص في عام ١٩٨٥

تشكل تهديدًا طفيفًا على الشبكات، وعلى الرغم من أن بعض المشاهدين كانوا يشاهدون البرامج المعروضة على القنوات ذات الاشتراك الخاص، فإن الغالبية

العظمى من مشاهدي التلفزيون لا تزال تفضل قنوات الشبكات التلفزيونية. وخلال الثمانينيات أيضًا، كانت ميزانية الدعاية تنمو بشكل أكبر من إجمالي الناتج

المحلي؛ وذلك بسبب الإفراط في الإنفاق من قبل المستهلكين، ومن أجل الوصول إلى قاعدة جماهيرية كبرى، لا يزال المعلنون يعولون على البث التلفزيوني

والإذاعي، وقد كانت الاقتصاديات الأساسية للشبكات وشركات البث والناشرين، حسبما يرى "بافيت"، لا يزال مستواها فوق المتوسط، وفي عام ١٩٨٥ كانت الآفاق

المستقبلية طويلة الأجل لهذه الشركات مبشرة إلى حد كبير.

المبدأ: تحديد القيمة

كان استثمار بيركشاير الذي بلغت قيمته ٥١٧ مليون دولار في كابيتال سيتي هو أكبر استثمار قام به "بافيت" في ذلك الوقت، ولكن كانت الكيفية التي حدد بها

"بافيت" القيمة المجمعة لشركتي كابيتال سيتي وإيه بي سي مفتوحة للنقاش، فقد وافق "ميرفي" على بيع ثلاثة ملايين سهم من كابيتال سيتي وإيه بي سي إلى

"بافيت" مقابل ١٧٢.٥٠ دولار للسهم الواحد، ولكننا نعلم أن السعر والقيمة غالبًا ما

يكونان رقمين مختلفين، وقد عرفنا أن دأب "بافيت" هو ألا يقدم على شراء

أية شركة إلا عندما يكون هناك هامش أمان كبير بين القيمة الذاتية للشركة وسعر شرائها، بيد أنه من خلال شراء كل من كابيتال سيتييز/ إيه بي سي، اعترف بأنه

قد أخل بهذا المبدأ.

وإذا قمنا بخصم مبلغ ١٧٢.٥٠ دولار للسهم الواحد من عرض "بافيت" بنسبة ١٠٪ (وهو العائد التقريبي للسندات الحكومية الأمريكية ذات الـ ٣٠ عامًا في عام ١٩٨٥) وضرب هذه القيمة في ١٦ مليون سهم (كابيتال سيتييز لديها ١٣ مليون سهم متداول، بالإضافة إلى ثلاثة ملايين تم إصدارها لـ "بافيت")، فإن القيمة الحالية لهذه

الشركة سوف تحتاج إلى قوة أرباح قدرها ٢٧٦ مليون دولار. وقد بلغ صافي أرباح كابيتال سيتييز لعام ١٩٨٤ بعد الإهلاك والنفقات الرأسمالية ١٢٢ مليون دولار، وبلغ

صافي دخل إيه بي سي بعد الإهلاك والنفقات الرأسمالية ٣٢٠ مليون دولار؛ ما جعل إجمالي قوة الأرباح هو ٤٤٢ مليون دولار، ولكن الشركة المندمجة ستكون لديها

ديون كبيرة؛ حيث إن المبلغ الذي اضطر "ميرفي" إلى اقتراضه، وبلغت قيمته ٢.١ مليار دولار تقريبًا، من شأنه أن يكلف الشركة ٢٢٠ مليون دولار سنويًا للفائدة؛

لذلك كانت الأرباح الصافية للشركة المندمجة نحو ٢٠٠ مليون دولار.

وكانت هناك اعتبارات إضافية؛ حيث كان لدى "ميرفي" شهرة واسعة بأنه يقوم بتحسين التدفق النقدي للشركات المشتراة ببساطة عن طريق خفض نفقاتها،

وبلغت هوامش التشغيل في كابيتال سيتييز ٢٨٪، في حين بلغت هوامش التشغيل في إيه بي سي ١١٪، فإذا تمكن "ميرفي" من تحسين هوامش التشغيل لممتلكات

شركة إيه بي سي بنسبة الثلث، أي إلى ١٥٪، لكانت الشركة توفر مبلغًا إضافيًا قدره ١٢٥ مليون دولار سنويًا، ولكانت قوة أرباحها المجمعة تساوي ٢٢٥ مليون دولار

سنويًا. والقيمة الحالية للسهم الواحد للشركة التي تحقق أرباحًا بقيمة ٣٢٥ مليون دولار من ١٦ مليون سهم متداول بخصم نسبة ١٠٪، كان ٢٠٣ دولارات للسهم

الواحد، وهو هامش أمان قدره ١٥٪ على سعر الشراء الخاص بـ "بافيت" الذي كان مقداره ١٧٢.٥٠ دولار، وقال "بافيت" مازحًا: "إذا كان بن لا يزال على قيد الحياة،

لأشاد بهذا"، في إشارة منه إلى "بن جراهام" ١٥ .

ويمكن توسيع هامش الأمان الذي قبله "بافيت" إذا وضعنا افتراضات معينة؛ حيث يقول "بافيت" إن الفكر السائد خلال هذه الفترة يشير إلى أن الصحف

والمجلات ومحطات التلفزيون ستتمكن من زيادة الأرباح إلى الأبد بنسبة ٦٪ سنويًا، دون الحاجة إلى رؤوس أموال إضافية ١٦ . ويوضح أن السبب في ذلك هو أن

النفقات الرأسمالية سوف تساوي معدلات الإهلاك وستكون الحاجة إلى رأس المال العامل ضئيلة، ومن ثم يمكن اعتبار الدخل عائدات موزعة بحرية، ويعني ذلك

أنه سيكون لدى مالك شركة إعلام دخل سنوي مستمر يمكن أن ينمو بنسبة ٦٪ في المستقبل المرتقب دون الحاجة إلى رأسمال إضافي. ويقترح "بافيت" أن تقارن

ذلك بشركة لا تكون قادرة على النمو، إلا إذا تمت إعادة استثمار رأس المال، ويقول "بافيت" أيضًا إنك إذا كنت تمتلك شركة إعلامية حققت أرباحًا قيمتها مليون

دولار، ومن المتوقع أن تنمو بنسبة ٦٪، فسيكون حينذاك من المناسب دفع ٢٥ مليون دولار مقابل شراء هذه الشركة (مليون دولار مقسوم على معدل خالٍ من

المخاطر بنسبة ١٠٪ أقل من معدل النمو الذي يبلغ ٦٪). أما إذا كانت هناك شركة أخرى ربحت مليون دولار ولكنها لم تتمكن من زيادة أرباحها دون إعادة استثمار

رأس المال، فستبلغ قيمتها ١٠ ملايين دولار (مليون دولار مقسوم على ١٠٪).

وإذا أخذنا درس التمويل هذا، وطبقناه على كابيتال سيتي، فسنجد أن قيمة كابيتال

سيتيز قد ارتفعت من ٢٠٣ دولارات للسهم إلى ٥٠٧ دولارات، أو ٦٦٪ هامش

أمان على سعر ١٧٢.٥٠ دولار، الذي وافق "بافيت" على دفعه، ولكن كانت تلك الافتراضات تحمل الكثير من " الاحتمالات"؛ فهل سيكون بمقدور "ميرفي" بيع جزء

من ممتلكات كابيتال سيتيز وإيه بي سي المجموعة مقابل ٩٠٠ مليون دولار؟ (هو في الواقع حصل على ١.٢ مليار دولار)، هل سيكون قادرًا على تحسين هوامش

التشغيل لدى شركات الإذاعة الأمريكية؟ هل سيكون قادرًا على الاعتماد باستمرار على نمو أسعار الدعاية الإعلانية؟

كانت قدرة "بافيت" على الحصول على هامش أمان كبير في شركة كابيتال سيتيز معقدة بسبب عدة عوامل؛ يتمثل أولها في سعر سهم كابيتال سيتيز الذي كان في

ارتفاع على مر السنين، فقد كان "ميرفي" و"بورك" يقومان بإدارة الشركة على نحو ممتاز، وكان سعر سهم الشركة يعكس هذا، ولذلك، وعلى النقيض من شركة

جيكو، لم يكن "بافيت" لديه الفرصة لشراء كابيتال سيتيز بسعر رخيص؛ بسبب التراجع المؤقت في مستوى الشركة، كما أن الارتفاع المستمر لسوق الأوراق المالية

لم يساعده أيضًا، ولأن هذا كان عرض أسهم ثانويًا، اضطر "بافيت" إلى قبول سعر مقابل أسهم كابيتال سيتيز قريب من قيمتها المتداولة في ذلك الوقت.

وإذا شعر "بافيت" بأية خيبة أمل بشأن مسألة السعر، فقد وجد السلوى في الارتفاع السريع لسعر تلك الأسهم نفسها، ففي يوم الجمعة، ١٥ مارس ١٩٨٥، كان

سعر سهم كابيتال سيتيز ١٧٦ دولارًا، وبعد ظهر يوم الإثنين، الموافق ١٨ مارس، أعلنت كابيتال سيتيز أنها ستشتري شركات الإذاعة الأمريكية، وفي اليوم التالي،

مع إغلاق السوق المالي، بلغ سعر سهم كابيتال سيتيز ٢٠٢.٧٥ دولار، أي خلال أربعة أيام ارتفع سعر السهم ٢٦ نقطة بزيادة ١٥٪. وبلغت أرباح "بافيت" ٩٠ مليون

دولار، ولم يكن من المقرر أن تتم الصفقة حتى يناير ١٩٨٦.

وكان هامش الأمان الذي تلقاه "بافيت" في شراء كابيتال سيتيز أقل كثيراً من غيرها من صفقات الشراء الأخرى. فلماذا فعل ذلك؟ كان الجواب هو "توم ميرفي":

حيث يعترف "بافيت" بأنه لولا وجود "ميرفي"، ما كان قد استثمر في هذه الشركة، لأن "ميرفي" كان هو هامش الأمان لـ "بافيت"، وقد كانت كابيتال سيتيز/ إيه بي

سي شركة استثنائية، وهي من نوع الشركات التي تجذب "بافيت"، ولكن كان هناك أيضاً شيء مميز في "ميرفي"، فقد قال عنه "جون بيرن": "إن وارن يكن تقديراً

كبيراً لـ توم ميرفي، فمجرد أن يكونا شريكين هو أمر جذاب ومغر بالنسبة إلى بافيت" ١٧ .

كانت فلسفة إدارة كابيتال سيتيز هي اللامركزية؛ حيث وظف "ميرفي" و"بورك" أفضل موظفين، وتركاهم وحدهم يباشرون أعمالهم، ومن ثم، كان يتم اتخاذ

جميع القرارات على الصعيد المحلي، وقد توصل "بورك" إلى هذا في وقت مبكر من علاقته بـ "ميرفي". فقد أرسل "بورك" بالبريد خلال فترة إدارته محطة تليفزيون

ألباني، تقارير محدثة أسبوعياً إلى "ميرفي"، الذي لم يكن يرد عليه مطلقاً، ففهم "بورك" أخيراً الرسالة. فقد وعد "ميرفي" "بورك" قائلاً له: "لن أذهب إلى ألباني إلا

إذا دعوتني، أو إذا اضطررت إلى فصلك من العمل" ١٨ . وكان "ميرفي" و"بورك" يساعدان على وضع ميزانيات سنوية لشركتهما، ومراجعة الأداء التشغيلي كل

ثلاثة أشهر. وباستثناء ذلك، كان من المنتظر أن يدير المديرين الشركة كما لو كانوا يمتلكونها، وقد كتب "ميرفي" في هذا الصدد قائلاً: "نحن ننتظر الكثير من

مديرينا" ١٩ .

والأمر الذي كان من المتوقع أن يقوم به مديرو كابيتال سيتيز هو مراقبة التكاليف، ولكنهم عندما يخفقون في ذلك، لم يكن "ميرفي" يخلج من التدخل في الأمر، وعندما

اشترت كابيتال سيتيز شركة إيه بي سي، كانت هناك حاجة ماسة إلى موهبة "ميرفي" في خفض التكاليف؛ حيث توجه الشبكات إلى التفكير من حيث نسب

المشاهدة، وليس الأرباح، ولأن الشبكات كانت ترى أن أيًا ما كانت هناك حاجة إليه لزيادة نسب المشاهدة، فإنه كان يطغى على تقييم التكاليف، ولكن سرعان ما

توقف العمل بهذه العقلية عندما تولى "ميرفي" زمام الأمور، وعن طريق مساعدة اللجان التي تم اختيارها بعناية في إيه بي سي، نظم "ميرفي" كشوف الرواتب

والامتيازات والنفقات، كما تم تسريح نحو ١٥٠٠ شخص ممن منحوا مكافأة نهاية خدمة كبيرة، وكذلك تم إغلاق غرف طعام المديرين التنفيذيين، والمصعد الخاص

في إيه بي سي، فضلًا عن الاستغناء عن سيارة الليموزين في إيه بي سي إنترتينمنت في لوس أنجلوس، التي كانت تستخدم لتوصيل "ميرفي" خلال جولته الأولى

لتفقد سير أعمال الشركة، وفي رحلته التالية لزيارة الشركة استقل بدلًا من ذلك سيارة أجرة.

وكان مثل هذا الوعي بالتكاليف أسلوب حياة في كابيتال سيتيز، وكانت محطة الشركة التليفزيونية في فيلادلفيا-دابلوي بي في أي-هي المحطة رقم واحد في المدينة،

وكان طاقمها الإخباري قوامه مائة فرد مقارنة بمائة وخمسين فردًا قوام فروع شركة سي بي إس في الجهة الأخرى من المدينة، وقبل انضمام "ميرفي" إلى شركة إيه

بي سي، كانت الشركة تقوم بتوظيف ٦٠ شخصًا لإدارة خمس محطات تليفزيونية في إيه بي سي، وبعد فترة وجيزة من شراء كابيتال سيتيز لها، كان هناك ستة

أشخاص يديرون ثماني محطات؛ كما اعتادت محطة تليفزيون دابلوي إيه بي سي في نيويورك توظيف ٦٠٠ شخص، وحققت هوامش ربح قبل خصم الضرائب

نسبتها ٢٣٠٪، وبمجرد أن أعاد "ميرفي" هيكلية المحطة، قامت بتوظيف ٤٠٠ موظف محققة

هوامش ربح قبل خصم الضرائب أعلى من ٥٠٪، وبمجرد حل أزمة

التكلفة، ترك "ميرفي" "بورك" يتولى أمر اتخاذ قرارات التشغيل، ووجه جهوده إلى التركيز على عمليات الاستحواذ وأصول المساهمين.

المبدأ: الانسياق المؤسسي

كانت الاقتصاديات الأساسية لأعمال البث والشبكات تضمن لشركة كابيتال سيتييز أنها ستدر تدفقاً نقدياً وافراً، ومع ذلك كان الاقتصاد الأساسي في هذه

الصناعة، إلى جانب ميل "ميرفي" الشديد إلى مراقبة التكاليف، يعني أن كابيتال سيتييز سيكون لديها تدفق نقدي هائل. وفي الفترة من عام ١٩٨٨ إلى عام ١٩٩٢،

حققت كابيتال سيتييز ٢.٣ مليار دولار نقدية غير مثقلة بالديون. وبالنظر إلى هذه الموارد، قد لا يتمكن بعض المديرين من مقاومة إغراء إنفاق الأموال، وشراء

الشركات وتوسيع نطاقها، وقد اشترى "ميرفي" أيضاً عدداً قليلاً من الشركات، وأنفق في عام ١٩٩٠ مبلغ ٦١ مليون دولار للاستحواذ على ممتلكات صغيرة، في ذلك

الوقت كان سعر السوق العامة لمعظم الشركات الإعلامية مرتفعاً للغاية على حد قوله.

وكانت عمليات الاستحواذ دائماً ذات أهمية بالغة بالنسبة إلى شركة كابيتال سيتييز في تطوير نموها، وكان "ميرفي" دائماً يبحث عن الشركات الإعلامية، لكنه ظل

مصرّاً على التزامه بعدم الدفع الزائد لأية شركة، وكان بإمكان شركة كابيتال سيتييز، من خلال تدفقها النقدي الهائل الاستحواذ على الشركات الإعلامية الأخرى

بسهولة، ولكن أفادت مجلة بيزنس ويك بأن: "ميرفي قد ينتظر أحياناً سنوات حتى يعثر على الشركة المناسبة، فلم يسبق له أن أبرم صفقة لمجرد أن لديه الموارد

المتاحة للقيام بذلك فحسب" ٢٠ ، كما أدرك "ميرفي" و"بورك" أيضاً أن الشركات الإعلامية كانت دورية، وأنه إذا تمت عملية شراء بناء على قدر كبير من الديون،

فإن المخاطر التي سيتعرض لها المساهمون ستكون غير مقبولة، وقال "بورك": "لم ييرم ميرفي مطلقاً أية صفقة يعتقد كل منا أنها قد تصيبنا في مقتل" ٢١ .

فالشركة التي تدر الكثير من الأموال التي تتجاوز قدرتها على إعادة استثمارها بشكل مربح في أعمالها، يمكن أن تشتري النمو، وتقلل الديون، أو تعيد المال إلى

المساهمين، وبما أن "ميرفي" لم يكن راغباً في دفع الأسعار العالية التي تطلبها شركات الإعلام، فقد اختار بدلاً من ذلك خفض الديون، وإعادة شراء الأسهم. وفي

عام ١٩٨٦، بعد الاستحواذ على إيه بي سي، بلغ إجمالي الديون طويلة الأجل في كابيتال سيتي ١.٨ مليار دولار، ونسبة الديون إلى رأس المال ٤٨.٦٪، وبلغ النقد وما

يعادله في نهاية عام ١٩٨٦ مقدار ١٦ مليون دولار؛ وبحلول عام ١٩٩٢، بلغت الديون طويلة الأجل للشركة ٩٦٤ مليون دولار وانخفضت نسبة الديون إلى رأس المال إلى

٢٠٪. وعلاوة على ذلك، ارتفع النقد وما يعادله إلى ١.٢ مليار دولار؛ ما جعل الشركة معدو الديون تقريباً.

وقد أدى تعزيز "ميرفي" ميزانيات كابيتال سيتي إلى تقليل مخاطر الشركة بشكل كبير، وما فعله بعد ذلك زاد من قيمة الشركة على نحو كبير.

المبدأ: فرضية الدولار الواحد

وفي الفترة من ١٩٨٥ إلى ١٩٩٢، ارتفعت القيمة السوقية لكابيتال سيتي وإيه بي سي من ٢.٩ مليار دولار إلى ٨.٣ مليار دولار، وخلال هذه الفترة، احتجزت الشركة

٢.٧ مليار دولار من أرباحها، ما أنتج ٢.٠١ دولار من القيمة السوقية لكل دولار واحد معاً استثماره، وكان هذا الإنجاز جديراً بالملاحظة بصفة خاصة باعتبار أن

الشركة عانت طور انكماش دوري في الأرباح في الفترة ما بين عامي ١٩٩٠-١٩٩١، وانخفاضاً في قيمتها الذاتية جراء التغيرات البطيئة طويلة الأجل في قطاع البث

الشبكي. وعلى الرغم من ذلك، نما استثمار بيركشاير في كابيتال سيتيز وإيه بي سي من ٥١٧ مليون دولار إلى ١.٥ مليار دولار، وهو معدل عائد سنوي مركب بنسبة ١٤.٥ دولار، وكان ذلك أفضل من كل من سي بي إس ومؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠.

المبدأ: العقلانية

في عام ١٩٨٨، أعلنت كابيتال سيتيز أنها قد أذنت بإعادة شراء ما يصل إلى مليوني سهم، أي بمقدار ١١٪ من أسهم الشركة المتداولة. وفي عام ١٩٨٩، أنفقت الشركة ٢٣٣ مليون دولار على شراء ٥٢٣.٠٠٠ سهم من الأسهم بمتوسط سعر ٤٤٥-أي بمقدار ٧.٣ أضعاف التدفق النقدي مقارنة بالأسعار المطروحة لشركات الإعلام الأخرى التي كانت تبيع بمقدار من ١٠ إلى ١٢ ضعف التدفق النقدي. وقامت الشركة في السنة التالية، بشراء ٩٢٦.٠٠٠ سهم بمتوسط سعر يبلغ ٤٧٧٧ دولارًا، أو بمقدار ٧.٦ ضعف التدفق النقدي التشغيلي، وفي عام ١٩٩٢، واصلت الشركة إعادة شراء أسهمها، تلك السنة اشترت ٢٧٠.٠٠٠ سهم بتكلفة متوسطها ٤٣٤ دولارًا للسهم الواحد، أي ٨.٢ ضعف التدفق النقدي. وأكد "ميرفي" مجددًا أن السعر الذي دفعته الشركة لنفسها، كان لا يزال أقل من سعر شركات الإعلام الأخرى التي يدعمها المعلنون، ويعتبرها هو و"بورك" جذابة؛ ومن عام ١٩٨٨ حتى عام ١٩٩٢، اشترت كابيتال سيتيز ما مجموعه ١٩٥٣.٠٠٠ سهم واستثمرت ٨٦٦ مليون دولار. وفي نوفمبر ١٩٩٣، أعلنت الشركة عن مزاد هولندي (وهو مزاد يبدأ بالسعر الأعلى ثم الأقل فالأقل) لشراء ما يصل إلى مليوني سهم بأسعار تتراوح بين ٥٩٠ و ٦٣٠ دولارًا للسهم الواحد، وشاركت بيركشاير في المزاد، وقدمت مليون سهم من الملايين الثلاثة التي تمتلكها، وقد تسبب هذا الفعل وحده في إثارة تكهنات واسعة الانتشار؛ هل كانت الشركة غير قادرة على العثور على صفقة شراء مناسبة، فطرح

نفسها للبيع؟ هل تخلى "بافيت" عن الشركة ببيعه ثلث أسهمه بها؟ ولكن

نفت كابيتال سيتيز تلك الشائعات، وأظهرت الآراء أن "بافيت" لم يكن لي طرح الأسهم للبيع إذا كان متأكدًا أنها كانت ستجلب سعرًا أعلى في حال عرض الشركة

لبيع بالفعل، فاشترت كابيتال سيتيز/إيه بي سي في نهاية المطاف ١.١ مليون سهم - مليون منها من شركة بيركشاير-متوسط سعر ٦٣٠ دولارًا للسهم الواحد،

وكان "بافيت" قادرًا على إعادة توزيع ٦٣٠ مليون دولار دون زعزعة وضع أسهم شركة كابيتال في السوق، بينما يظل أكبر مساهم في الشركة حيث يمتلك ١٣٪ من الأسهم المتداولة.

وقد رصد "بافيت" أعمال عدد لا يحصى من الشركات وإدارتها على مر السنين، ولكن حسب رأيه، كانت كابيتال سيتيز أفضل شركة مملوكة للقطاع العام في

البلاد، ولإثبات وجهة نظره، قام عند استثماره في كابيتال سيتيز، بالتنازل عن جميع حقوق التصويت خلال السنوات الإحدى عشرة المقبلة إلى "ميرفي" و"بورك"،

شريطة وجود أحدهما في إدارة الشركة، وإن لم يشكل ذلك برهانًا كافيًا لإقناعكم بالاهتمام الكبير الذي أعطاه "بافيت" لهؤلاء الرجال، فلتفكر في هذا القول: "إن

"توم ميرفي" و"دان بورك" ليسا مديرين عظيمين فحسب، بل هما على وجه التحديد من نوع الرجال الذين تود أن يكون أحدهما زوجًا لابنتك" ٢٢ .

شركة كوكاكولا

في خريف عام ١٩٨٨، لم يكن بوسع "دونالد كيو"، رئيس شركة كوكاكولا، تجاهل أن شخصًا ما كان يشتري أسهم الشركة بشكل كبير، فبعد عام واحد فقط من

انهيار سوق الأوراق المالية عام ١٩٨٧، كانت أسهم كوكاكولا لا تزال يتم تداولها بنسبة ٢٥٪ أدنى من مستوياتها المرتفعة السابقة، ولكن استقر سعر السوق أخيرًا؛

لأن "هناك مستثمرًا غامضًا قد اشترى عددًا كبيرًا من الأسهم"، وعندما اكتشف "كيو" أن الوسيط الذي قام بشراء كل هذا العدد من الأسهم هو شخص من

الغرب الأوسط، فكر على الفور في صديقه "وارن بافيت"، وقرر أن يتصل به.

بدأ "كيو" حديثه قائلاً: "أهلاً يا وارن، ما الذي يجري؟ هل تقوم بشراء أي سهم من أسهم شركة كوكاكولا؟". توقف "بافيت" قليلاً ثم قال: "أنا أقوم بذلك

بالفعل، ولكنني سأكون ممتناً لك إن أبقيت هذا الأمر طي الكتمان حتى أفصح عن ملكيتي لها" ٢٣ ؛ والسبب في ذلك أن ذبوع أمر شراء "بافيت" أسهم شركة

كوكاكولا، كان سيؤدي إلى اندفاع الناس إلى شراء أسهم الشركة؛ ما سيؤدي في نهاية المطاف إلى ارتفاع سعر السهم، في حين أن "بافيت" لم يكن قد انتهى بعد

من إضافة أسهم كوكاكولا إلى مركز بيركشاير.

وبحلول ربيع عام ١٩٨٩، علم مساهمو بيركشاير هاثاواي أن "بافيت" أنفق ١.٠٢ مليار دولار في شراء أسهم كوكاكولا، فقد خاطر بثلاث المحفظة المالية لشركة

بيركشاير، وصار يمتلك الآن ٧٪ من الشركة. وكان هذا أحد أكبر استثمارات بيركشاير حتى الآن، وواجه وول ستريت صعوبة في فهم هذا الأمر، فقد دفع "بافيت"

خمس مرات ضعف القيمة الدفترية للأسهم، وأكثر من ١٥ مرة ضعف قيمة الأرباح، والذي كان آنذاك قسماً لسوق الأوراق المالية، لشركة تبلغ من العمر ١٠٠ عام،

وتبيع المشروبات الغازية، فما الذي رآه إذن نابغة أوماها، وغاب عن الجميع؟

كوكاكولا هي أكبر شركات المشروبات في العالم؛ حيث تباع أكثر من ٥٠٠ نوع من المشروبات الفوارة المرطبة المختلفة في أكثر من ٢٠٠ دولة حول العالم، ومن بين هذه

الأنواع الخمسمائة، هناك خمس عشرة علامة تجارية تبلغ قيمتها مليار دولار، بما في ذلك كوكاكولا، ودايت كوك، وفانتا، وسبرايت، وفيتامين ووتر، وباوريد،

ومينيت ميد، وسيمبلي، وجورجيا، وديل فالي.

وتعود علاقة "بافيت" بشركة كوكاكولا إلى طفولته، فقد تناول أول مشروب من كوكاكولا عندما كان في الخامسة من عمره، وبعد فترة وجيزة من بدء مشروعه

التجاري الذي قد تتذكره من الفصل الأول، عندما كان يشتري ستة مشروبات من الكولا مقابل ٢٥ سنتاً، ثم يعيد بيعها مقابل خمسة سنتات لكل منها. وعلى

مدى السنوات الخمسين التالية، لاحظ النمو غير المسبوق في كوكاكولا، لكنه اشترى مصانع النسيج، والمتاجر الكبرى، ومصانع المعدات الزراعية بدلاً منها. وفي عام

١٩٨٦، عندما أعلن رسمياً أن شيري كولا بنكهة الكرز سوف يصبح المشروب الغازي الرسم للاجتماعات السنوية في بيركشاير هاثاواي، لم يكن "بافيت" قد اشترى

آنذاك حصة واحدة من كوكاكولا؛ حيث إنه لم يشرع في الشراء إلا بعد ذلك بعامين، في صيف عام ١٩٨٨.

المبدأ: بسيطة ومفهومة المجال

تعد طبيعة العمل في كوكاكولا بسيطة نسبياً؛ حيث تقوم الشركة بشراء مستلزمات السلع، وتخلطها لتصنيع سائل مركز، يباع إلى شركات تعبئة الزجاجات التي

تجمع هذا السائل المركز مع المكونات الأخرى، ثم تبيع تلك الشركات المنتج النهائي إلى منافذ البيع بالتجزئة، بما في ذلك المتاجر الصغيرة والكبيرة، وماكينات البيع

الآلية، كما تقدم الشركة أيضاً المشروبات الغازية للمطاعم ومنافذ بيع الوجبات السريعة التي تقوم بعد ذلك ببيع المشروبات الغازية للمستهلكين في الكئوس

والأكواب.

المبدأ: تاريخ تشغيل ثابت

ولا يمكن لأية شركة أخرى أن يكون لها تاريخ مثل لتاريخ التشغيل الثابت لشركة كوكاكولا، فقد بدأت الشركة في عام ١٨٨٦، وكانت تباع مشروبًا واحدًا فقط.

واليوم، وبعد ما يقرب من ١٣٠ عامًا، تباع كوكاكولا المشروبات نفسها، بالإضافة إلى بعض المشروبات الأخرى، أما الاختلاف الوحيد والكبير الذي طرأ عليها، فهو حجم الشركة، وتوسع نطاقها الجغرافي.

وفي مطلع القرن العشرين، استخدمت الشركة عشرة بائعين متجولين لتغطية الولايات المتحدة كلها. وفي تلك المرحلة، كانت الشركة تباع ٤٤٠٩٧٠ لترًا من الشراب سنويًا، وبلغت مبيعاتها السنوية ١٤٨٠٠٠ دولار. وبعد خمسين عامًا من إنشائها، كانت الشركة تباع ٢٠٧ ملايين علبة من المشروبات الغازية سنويًا (بعد أن تحولت طريقة حساب المبيعات لتصبح بعدد العلب بدلًا من الجالونات)؛ ما دفع "بافيت" إلى قول: "سيكون من الصعب ذكر اسم أية شركة تضاهاى شركة كوكاكولا، أو أن تباع بمعدل مبيعات مثل، أو أن تستطيع الحفاظ على منتجها لأكثر من عشر سنوات مثل كوكاكولا" ٢٤ ، واليوم من خلال ما تبعه كوكاكولا من ١.٧ مليار علبة يوميًا، أصبحت هي المورد العالمي رقم واحد للمشروبات، والقهوة الجاهزة للشرب، والعصائر.

المبدأ: آفاق مستقبلية مباشرة طويلة الأجل

وبعد وقت قصير من إعلان شركة بيركشاير عام ١٩٨٩ امتلاكها ٦.٣٪ من شركة كوكاكولا، أجرت "ميليسا تيرنر"، وهي كاتبة في الشؤون التجارية لجريدة أتلانتا

كونستيتوشن، مقابلة مع "بافيت"، وسألته سؤالًا كان يطرح عليه في كثير من الأحيان، وهو: لماذا لم تشتري أسهمًا في الشركة فيما مضى؟ وردًا على سؤالها،

أخبرها "بافيت" بما كان يفكر فيه في ذلك الوقت الذي اتخذ فيه أخيرًا قراره هذا.

وقال: "لنفترض أنك ستسافر طيلة عشر سنوات، وأردت أن تقوم بأحد الاستثمارات، وتعلم كل ما تعرفه الآن، ولكنك لم تتمكن من تغييره في أثناء رحيلك، فما

الذي سوف تفكر فيه إذن؟"، وهذا ما يجعل من الضروري أن يكون العمل بسيطاً ومفهوماً، ولا بد أن الشركة قد أظهرت قدرًا كبيراً من الثبات التجاري على مر

السنين، وكذلك لا بد أن تكون الآفاق طويلة الأجل مبشرة، وأوضح "بافيت" قائلاً: "لذا، فإنني إذا فكرت في أية شركة أنا على يقين بتحقيقها الأرباح، أي إذا كنت

متيقناً، وأعلم أن سوقها ستنمو، وأعلم أنها، كقائد في السوق، ستظل كذلك - أعني على الصعيد العالمي - وأعلم أنه سيكون هناك نمو كبير في المبيعات، فإنني

لن أجد خيراً من شركة كوكاكولا، حيث سأكون متأكدًا نسبيًا من أنه عندما أعود، سيكون حجم تعاملات الشركة أكبر كثيرًا مما هو عليه الآن" ٢٥ .

ولكن لماذا تم الشراء في ذلك الوقت بالذات؟ لأن سمات كوكاكولا التجارية، كما وصفها "بافيت"، كانت راسخة لعدة عقود، وقال إن ما لفت نظره هو التغيرات

التي حدثت في كوكاكولا خلال الثمانينيات تحت قيادة "روبرتو جويزويتا"، رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، والرئيس "دونالد كيو".

وكان التغيير مهمًا، بل كان من المفروض أن يحدث منذ فترة طويلة؛ حيث كانت السبعينيات سنوات عصيبة بالنسبة إلى شركة كوكاكولا، وذلك جراء ما واجهته

من نزاعات مع شركات التعبئة، واتهامها بسوء معاملة العمال المهاجرين في بساتين الشركة الخاصة بمشروب مينيت ميد، وادعاء خبراء البيئة أن عبوات الكولا

التي لا يعاد استخدامها لها دور في تفاقم مشكلات التلوث المتنامية في البلاد، واتهام لجنة التجارة الفيدرالية بأن نظام الامتياز الحصري بالشركة قد انتهك قانون

شيرمان لمكافحة الاحتكار، فضلًا عن تعرض الأعمال التجارية الدولية الخاصة بشركة

كوكاكولا لهزة؛ بسبب المقاطعة العربية لمشروبات الشركة، التي بدأت عندما أصدرت الشركة امتيازًا لإحدى الدول المعادية للدول العربية، أطاح بسنوات من الاستثمار. كذلك كانت اليابان، التي كان معدل نمو أرباح الشركة بها هو الأسرع، ساحة معركة تجلت فيها أخطاء الشركات، فكانت زجاجات الكوكا التي سعتها ٧٦٨ مل التي تؤخذ إلى المنزل تنفجر - بالمعنى الحرفي للكلمة - على رفوف المتاجر. بالإضافة إلى ذلك، اعترض المستهلكون اليابانيون بغضب شديد على استخدام الشركة مواد التلوين القطرانية الفحمية الاصطناعية في مشروب فاتتا العنب، وعندما أنتجت الشركة منتجًا جديدًا باستخدام قشور العنب الحقيقي، أدى ذلك إلى تخمر المحتويات، ما دفعهم إلى التخلص من مشروب العنب بإلقائه في خليج طوكيو.

وكانت شركة كوكاكولا في السبعينيات من القرن الماضي شركة ممزقة، وتفاعلية أكثر من كونها شركة ابتكارية، ومثاليًا يحتذى في صناعة المشروبات. وعلى الرغم مما واجهته الشركة من مشكلات، فإنها واصلت إدرار أرباح بملايين الدولارات، ولكن بدلًا من إعادة الاستثمار في سوق المشروبات الخاصة بكوكاكولا، قرر "بول أوستن"، الذي عيّن رئيسًا لمجلس الإدارة في ١٩٧١ بعد أن شغل منصب الرئيس منذ عام ١٩٦٢، تنويع المنتج، فاستثمر في مشاريع المياه ومزارع الجمبري، على الرغم من هوامش ربحها الضئيلة، كما اشترى مصنعًا للمشروبات الكحولية أيضًا، ولكن المساهمين قد عارضوا هذه الخطوة بشدة، قائلين إن كوكاكولا لا ينبغي لها أن تكون ذات صلة بالكحول، ولدرء تلك الانتقادات، وجه "أوستن" مبالغ مالية غير مسبوقه إلى الحملات الإعلانية.

وفي الوقت نفسه، حققت شركة كوكاكولا أرباحًا بنسبة ٢٠٪ على الأسهم، لكن هوامش ما

قبل خصم الضرائب كانت في تراجع، وبلغت القيمة السوقية للشركة

عند نهاية السوق الهبوطية في عام ١٩٧٤ مبلغ ٣.١ مليار دولار، وبعد ست سنوات، ارتفعت هذه القيمة إلى ٤.١ مليار دولار. وبعبارة أخرى، ارتفعت القيمة السوقية

للشركة في الفترة من ١٩٧٤ إلى ١٩٨٠ بمعدل سنوي متوسط قدره ٥.٦٪، محققة أداء أقل كثيراً من أداء مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠، أي أنه بالنسبة إلى كل دولار

احتجزته الشركة في تلك السنوات الست، لم تحقق سوى ١.٠٢ دولار فقط من القيمة السوقية.

وقد تفاقمت مشكلات شركة كوكاكولا بسبب طريقة "أوستن" الفجة، والتوعدية، في التعامل مع الموظفين ٢٦ ، وما زاد الأمور سوءاً أن زوجته، "جين"، كان لها

تأثير مدمر داخل الشركة، فقد قامت بإعادة تصميم مقرات الشركات على الطراز الحديث، ولم تعد تستخدم لوحات "نورمان روكويل" الكلاسيكية بالشركة، بل

قامت أيضاً باستخدام طائرة الشركة الخاصة في رحلاتها التي تشتري خلالها مقتنياتها الفنية، وكانت آخر طلبية هي التي أسهمت في سقوط زوجها.

في مايو ١٩٨٠، أمرت السيدة "أوستن" بإغلاق حديقة الشركة أمام غداء الموظفين؛ حيث اشتكت من أن فضلات الطعام كانت تجذب الحمام إلى المروج المشذبة؛ إذ

ينزل لالتقاطها، فأصبحت معنويات الموظفين في الحضيض في سابقة من نوعها. وقد طفح الكيل ب"روبرت وودروف"، مؤسس الشركة البالغ من العمر ٩١ عاماً،

الذي قاد كوكاكولا منذ عام ١٩٢٣ حتى ١٩٥٥، وكان لا يزال رئيس مجلس الإدارة في اللجنة المالية، بما سمع، ما دفعه إلى المطالبة باستقالة "أوستن"، وأن يُستبدل

به "روبرتو جويزويتا".

وقد نشأ "جويزويتا" في كوبا، وكان أول رئيس تنفيذي أجنبي في شركة كوكاكولا، وقد كان

ودودًا على عكس "أوستن" إذ كان متحفظًا، وكان أول قراراته دعوة

كبار مديري شركة كوكاكولا الخمسين لعقد اجتماع في مدينة بام سبرينجس بولاية كاليفورنيا، وقال لهم: "أخبروني ما الخطأ الذي نقترفه، أود معرفة كل

شيء، وعندما يستقيم الأمر، أريد ولاءً تامًا لا تشوبه شائبة، وإذا كان أي شخص لا يشعر بالرضا معنا، فسوف نقدم إليه تسوية جيدة، ونقول له وداعًا" ٢٧ .

ومن هذا الاجتماع انبثقت "إستراتيجية الثمانينيات"، وهي عبارة عن كتيب مؤلف من ٩٠٠ كلمة، يحدد أهداف شركة كوكاكولا.

وشجع "جوزويتا" مديره على الإقدام على مخاطر ذكية؛ حيث أراد أن تبادر كوكاكولا باتخاذ الفعل، بدلًا من أن تتخذ فقط رد الفعل، فبدأ بتخفيض التكاليف،

وطالب بأن أي عمل تجاري تملكه شركة كوكاكولا يجب أن يحقق أفضل عائدات على أصوله، وبالفعل ترجمت هذه الإجراءات فورًا إلى زيادة في هوامش الربح.

المبدأ: ارتفاع هوامش الربح

وفي عام ١٩٨٠، كانت هوامش الربح قبل خصم الضرائب لشركة كوكاكولا منخفضة بنسبة ١٢.٩٪. وكانت الهوامش تنخفض طيلة خمس سنوات متتالية، فكانت

أقل كثيرًا من هامش الشركة لعام ١٩٧٣ البالغ ١٨٪. وفي العام الأول تحت قيادة "جوزويتا"، ارتفعت الهوامش قبل خصم الضرائب إلى ١٣.٧٪، وبحلول عام

١٩٨٨، عندما اشترى "بافيت" أسهمه في كوكاكولا، ارتفعت الهوامش إلى مستوى قياسي بلغ ١٩٪.

المبدأ: العائد على حقوق الملكية

وفي "إستراتيجية الثمانينيات"، أشار "جوزويتا" إلى أن الشركة ستقوم بتصفية أي نشاط لم يعد يحقق عوائد مقبولة على حقوق الملكية، وأي مشروع تجاري

جديد لا بد أن تكون لديه إمكانات نمو حقيقية كافية لتبرير الاستثمار؛ حيث لم تعد كوكاكولا مهتمة بالصراع من أجل الحصول على حصة في سوق راكدة. وقد

صرح "جوزويتا" قائلاً: "إن تحقيق زيادة في أرباح السهم، وزيادة العائد على حقوق الملكية، لا يزال هو مغزى هذه اللعبة" ٢٨ ، وقد أتبع أقواله بأفعال ملموسة

على أرض الواقع؛ فقد تم بيع شركة كوكاكولا للمشروبات الكحولية إلى شركة سيجرام في عام ١٩٨٣.

وعلى الرغم من أن الشركة قد حصلت على عائد بلغ ٢٠٪ على حقوق الملكية خلال السبعينيات، فإن "جوزويتا" لم ينهر بذلك، بل طالب بتحقيق عوائد أفضل،

وبالفعل لبت الشركة مطلبه، فبحلول عام ١٩٨٨، ارتفعت عائدات شركة كوكاكولا على حقوق الملكية إلى ٣١٪.

وبكل المقاييس، وصلت الإنجازات المالية لشركة كوكاكولا تحت قيادة "جوزويتا" إلى الضعف، وثلاثة أضعاف ما كانت عليه في عهد "أوستن"، ويمكن رؤية النتائج

في القيمة السوقية للشركة. ففي عام ١٩٨٠، بلغت هذه القيمة ٤.١ مليار دولار، وبحلول نهاية عام ١٩٨٧، حتى بعد انهيار سوق الأوراق المالية في أكتوبر، ارتفعت

القيمة السوقية إلى ١٤.١ مليار دولار. وفي خلال سبع سنوات فقط، ارتفعت القيمة السوقية لشركة كوكاكولا بمعدل سنوي متوسط قدره ١٩.٣٪، وقد ربحت

كوكاكولا مقابل كل دولار تم احتجازه خلال هذه الفترة قيمة سوقية بمقدار ٤.٦٦ دولار.

المبدأ: الصراحة

ركزت إستراتيجية "جوزويتا" الخاصة بحقبة الثمانينيات على المساهمين بشكل واضح، وكتب موضحاً: "سنبقى خلال العقد المقبل ملتزمين تماماً برعاية مصالح

مساهميننا وحماية استثماراتهم وتعزيزها. ومن أجل إعطاء مساهميننا عائداً إجمالياً فوق

المتوسط على استثماراتهم، وعلينا أن نختار الشركات التي تدر عوائد

تتجاوز التضخم" ٢٩ .

ولم يكن يتعين على "جوزويتا" تنمية الشركة فحسب، ذاك الأمر الذي يتطلب استثماراً رأسمالياً، بل كان ملزماً أيضاً بزيادة قيمة المساهمين، وللقيام بذلك، فقد

تمكنت شركة كوكاكولا من خلال زيادة هوامش الربح والعائد على حقوق الملكية، من دفع أرباح الأسهم في الوقت نفسه الذي خفضت فيه نسبة توزيعات

الأرباح، وازدادت توزيعات الأرباح على المساهمين في الثمانينيات بنسبة ١٠٪ سنوياً، بينما انخفضت نسبة الربح الموزع للسهم الواحد من ٦٥٪ إلى ٤٠٪. وقد مكن

ذلك شركة "كوكاكولا" من إعادة استثمار نسبة أكبر من أرباح الشركة للمساعدة على الحفاظ على معدل نموها، وفي الوقت نفسه، لم تدفع أقل من المستحق

لمساهميها.

وتحت قيادة "جوزويتا" أصبح بيان مهام شركة كوكاكولا واضحاً وضوح الشمس؛ إذ كان الهدف الرئيسي للإدارة هو زيادة القيمة المضافة للمساهمين مع مضي

الوقت، ومن أجل القيام بذلك، ركزت الشركة على قطاع المشروبات الغازية ذات العوائد العالية، وإذا نجح هذا الأمر، فستبرهن على ذلك زيادة نمو التدفقات

النقدية وزيادة العائد على حقوق الملكية، ومن ثم زيادة إجمالي العائد للمساهمين.

المبدأ: الإدارة العقلانية

ولم يسمح النمو في صافي التدفقات النقدية لشركة كوكاكولا بزيادة أرباحها للمساهمين فحسب، بل مكّنها أيضاً من بدء أول برنامج على الإطلاق لإعادة الشراء،

فأعلن "جوزويتا" في عام ١٩٨٤، أن الشركة ستقوم بإعادة شراء ستة ملايين حصة من

الأسهم في السوق المفتوحة. ولا تعتبر إعادة شراء الأسهم أمرًا عقلاً إلا إذا كانت القيمة الذاتية للشركة أعلى من سعر السوق، وقد أشارت تلك التغييرات الإستراتيجية التي بدأها "جوزويتا"، إلى جانب التركيز على زيادة العائد على حقوق الملكية للمساهمين، إلى بلوغ كوكاكولا نقطة التحول هذه.

المبدأ: أرباح المالك

وفي عام ١٩٧٣، بلغت أرباح المالك (أي صافي الدخل زائد نسبة الإهلاك ناقص النفقات الرأسمالية) ١٥٢ مليون دولار. وبحلول عام ١٩٨٠، بلغت أرباح المالك ٢٦٢ مليون دولار، أي بمعدل نمو سنوي مركب بنسبة ٨٪؛ وفي الفترة من ١٩٨١ إلى ١٩٨٨، نمت أرباح المالك من ٢٦٢ مليون دولار إلى ٨٢٨ مليون دولار، أي بمعدل نمو سنوي مركب بلغ ١٧.٨٪.

وقد انعكس نمو أرباح المالك على سعر سهم كوكاكولا، ويتضح هذا بشكل خاص إذا نظرنا إلى الفترات لكل عشر سنوات، ففي الفترة من عام ١٩٧٣ إلى عام ١٩٨٢، نما إجمالي عائدات كوكاكولا بمعدل سنوي متوسط قدره ٦.٣٪، وكذلك في السنوات العشر التالية، من عام ١٩٨٣ إلى ١٩٩٢ عندما كان نهج إدارة "جوزويتا" باديًا للعيان، وبلغ متوسط العائد السنوي الإجمالي للسهم ٣١.١٪.

المبدأ: الانسياق المؤسسي

عندما تولى "جوزويتا" مسؤولية إدارة شركة كوكاكولا، كانت أولى خطواته هي التخلص من الأعمال التجارية التي لا علاقة لها بالشركة، التي استحدثها "بول أوستن"، فعادت الشركة إلى نشاطها الأساسي المتمثل في بيع المشروبات، وكان ذلك دليلًا واضحًا على قدرة كوكاكولا على مقاومة الانسياق المؤسسي.

وما لا شك فيه أن تقليص نشاط الشركة بالتركيز على منتج واحد يعتبر خطوة جريئة، وما جعل إستراتيجية "جوزويتا" لافتة للنظر بشكل أكبر هو استعداده

لاتخاذ خطوات في الوقت الذي كان فيه الآخرون في هذه الصناعة يفعلون العكس تمامًا؛ حيث كان العديد من شركات المشروبات الرائدة تستثمر أرباحها في

أعمال أخرى غير ذات صلة، فقد استخدمت شركة أنهايزر بوش أرباح شركاتها المناظرة للاستثمار في مدن الملاهي، وقد استثمرت شركة براون فورمان، وهي شركة

منتجة وموزعة للمشروبات، أرباحها في شركات تصنيع الأواني الخزفية، والكريستال، والفضة، والأمتعة، وكلها كانت ذات عوائد أقل كثيرًا. وكذلك اشترت شركة

سيجرام المحدودة، وهي شركة عالمية للمشروبات، شركة استديوهات يونيفرسال، واشترت شركة بيبسي، وهي المنافس لشركة كوكاكولا، شركات الوجبات

الخفيفة (فريتو-لاي) ومطاعم مثل تاكو بيل، وكنيتاكي فرايد تشكن، وبيتزا هت.

ومن المهم أن نلاحظ أن قرارات "جوزويتا" لم تركز اهتمام الشركة على أكبر وأهم منتج لها فحسب، بل عملت أيضًا على إعادة تخصيص موارد الشركة في أعمالها

الأكثر ربحية. ولأن العوائد الاقتصادية لبيع المشروبات تفوق كثيرًا العوائد الاقتصادية للشركات الأخرى، فإن الشركة الآن تعيد استثمار أرباحها في أعمالها ذات

العائد الأعلى.

المبدأ: تحديد القيمة

في البداية عندما اشترى "بافيت" كوكاكولا في عام ١٩٨٨، تساءل الناس: "ما قيمة شركة كوكاكولا؟"؛ حيث كان سعر سهم الشركة يعادل ١٥ مرة ضعف الأرباح،

و١٢ مرة ضعف التدفق النقدي، وهو ٣٠٪ و ٥٠٪ أعلى من متوسط السوق. وقد دفع "بافيت" خمسة أضعاف القيمة الدفترية لشركة ذات عائدات بنسبة ٦.٦٪، في

الوقت الذي حققت فيه السندات طويلة الأجل عائدات بنسبة ٩٪، وما جعله على استعداد للقيام بذلك هو ما تتمتع به الكولا من شهرة تجارية اقتصادية غير

عادية، فقد حققت الشركة أرباحًا بمقدار ٣١٪ على حقوق الملكية، في حين كانت تستخدم القليل نسبيًا في الاستثمارات الرأسمالية. وقد أوضح "بافيت" أن السعر

لا يعطيك أية معلومات عن القيمة، وقال إن قيمة شركة كوكاكولا، شأنها في ذلك شأن أية شركة أخرى، يتم تحديدها من خلال إجمالي أرباح المالك المتوقع

تحقيقها على مدى مسيرة الشركة، مخصومة وفق سعر الفائدة المناسب.

وفي عام ١٩٨٨، بلغت عائدات شركة كوكاكولا ٨٢٨ مليون دولار، في حين كانت سندات الخزانة الأمريكية ذات الـ ٣٠ عامًا (ذات المعدل الخالي من المخاطر) في ذلك

الوقت متداولة بعائد يبلغ تقريبًا ٩٪، ومن المتوقع أن تحقق أرباح المالك لشركة كوكاكولا عام ١٩٨٨، بخصم يعادل نسبة ٩٪، قيمة ذاتية قدرها ٩.٢ مليار دولار؛

إذ إن "بافيت" عندما اشترى كوكاكولا، كانت القيمة السوقية لها هي ١٤.٨ مليار دولار، ويبدو أن هذا للوهلة الأولى يشير إلى أن "بافيت" قد يكون دفع أكثر من

اللازم للشركة، ولكن تذكر أن مبلغ ٩.٢ مليار دولار يمثل القيمة المخصومة من أرباح المالك آنذاك لشركة كوكاكولا، فإذا كان المشترون على استعداد لدفع ثمن

كوكاكولا الذي كان أعلى بنسبة ٦٠٪، من ٩.٢ مليار دولار، فلا بد أن ذلك يعود إلى إدراكهم أن جزءًا من قيمة كوكاكولا هو فرص نموها المستقبلي.

وبتحليل شركة كوكاكولا، نجد أن أرباح المالك من عام ١٩٨١ حتى عام ١٩٨٨ نمت بمعدل سنوي قدره ١٧.٨٪؛ أي أسرع من معدل العائد الخالي من المخاطر،

وعندما يحدث ذلك، يستخدم المحللون نموذج خصم ذا مرحلتين يسمح لهم بحساب الأرباح المستقبلية عندما تحقق الشركة نموًا غير عادي على مدى عدد

محدود من السنوات، تليها فترة من النمو المستمر بمعدل أبطأ.

ويمكننا استخدام هذه العملية ذات المرحلتين لحساب القيمة الحالية لعام ١٩٨٨ للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة. في عام ١٩٨٨ كانت أرباح المالك لشركة

كوكاكولا ٨٢٨ مليون دولار، وإذا افترضنا أن شركة كوكاكولا ستتمكن من زيادة أرباح المالك بنسبة ١٥٪ سنوياً على مدى السنوات العشر المقبلة (وهو افتراض

معقول، حيث إن هذا المعدل أقل من متوسط السنوات السبع السابقة للشركة)، فبحلول السنة العاشرة ستبلغ أرباح المالك ٣.٣٤٩ مليار دولار. لنفترض كذلك أن

معدل النمو اعتباراً من العام الحادي عشر سيتباطأ، ويصل إلى ٥٪ سنوياً، وباستخدام معدل خصم قدره ٩٪ (وهو سعر السندات الطويل الأجل في ذلك

الوقت)، يمكننا حساب القيمة الذاتية لشركة كوكاكولا في عام ١٩٨٨ بأثر رجعي، حتى نصل إلى قيمة ٤٨.٣٧٧ مليار دولار.

ويمكننا تكرار هذه العملية باستخدام افتراضات لمعدل النمو المختلفة، فإذا افترضنا أن شركة كوكاكولا يمكنها أن تزيد من أرباح المالك بنسبة ١٢٪ طيلة ١٠ سنوات،

يليه نمو بنسبة ٥٪، فإن القيمة الحالية للشركة، بخصم ٩٪، ستبلغ ٣٨.١٦٣ مليار دولار. وعند نمو نسبته ١٠٪ طيلة ١٠ سنوات، و٥٪ بعد ذلك، ستبلغ القيمة

٣٢.٤٩٧ مليار دولار، حتى إذا افترضنا أن كوكاكولا لا يمكنها النمو إلا بمعدل ثابت يبلغ نسبه ٧٪ فإن الشركة ستظل قيمتها تقدر بما لا يقل عن ٢٠.٧ مليار دولار.

المبدأ: الشراء بأسعار جذابة

في يونيو ١٩٨٨، كان سعر السهم في شركة كوكاكولا نحو ١٠ دولارات للسهم الواحد (معدل حسب تجزئة السهم). وعلى مدى الشهور العشرة التالية، استحوذ

"بافيت" على ٩٣٤٠٠٠٠٠ سهم، وذلك بإجمالي استثمار يبلغ ١.٠٢٣ مليار دولار، وبلغ

متوسط تكلفة السهم الواحد ١٠.٩٦ دولار؛ وفي نهاية عام ١٩٨٩، شكلت شركة

كوكاكولا ٣٥٪ من محفظة الأسهم العادية لبيركشاير.

ومنذ الوقت الذي تولى فيه "جوزويتا" دفة قيادة شركة كوكاكولا في عام ١٩٨٠، ارتفع سعر سهم الشركة كل عام. وفي السنوات الخمس التي سبقت شراء

"بافيت" أسهمه الأولى بها، كان متوسط المكاسب السنوية في سعر السهم ١٨٪، وكانت ثروات الشركة جيدة للغاية لدرجة أن "بافيت" لم يتمكن من شراء أية

أسهم بأسعار زهيدة، ومع ذلك فقد مضى قدمًا في عملية الشراء، وقال مذكرًا إيانا إن السعر ليست له أية علاقة بالقيمة.

بلغت القيمة السوقية لأسهم كوكاكولا في عامي ١٩٨٨ و١٩٨٩، خلال فترة شراء "بافيت"، ١٥.١ مليار دولار، ولكن من خلال تقدير "بافيت"، كانت القيمة الذاتية

للشركة تتراوح بين ٢٠.٧ مليار دولار (على افتراض نمو بنسبة ٥٪ في أرباح المالك)، و٣٢.٤ مليار دولار (على افتراض نمو بنسبة ١٠٪)، أو ٣٨.١ مليار دولار (على افتراض

نمو بنسبة ١٢٪)، أو ٤٨.٣ مليار دولار (على افتراض نمو بنسبة ١٥٪). ويمكن أن يكون هامش الأمان بالنسبة إلى "بافيت" - نسبة الخصم إلى القيمة الذاتية -

منخفضًا بنسبة متحفظة تبلغ ٢٧٪، أو مرتفعًا يصل إلى ٧٠٪.

ويقول "بافيت" إن أفضل الشركات التي يمكن أن يمتلكها المستثمر، هي التي يمكن أن توظف على مدى فترة طويلة من الوقت، مبالغ أكبر من رأس المال بمعدلات

عالية من العائدات بشكل مطرد. ويرى "بافيت" أن هذا هو الوصف المثالي لشركة كوكاكولا. وقد نمت القيمة السوقية للشركة بعد عشر سنوات من بدء بيركشاير

الاستثمار فيها، من ٢٥.٨ مليار دولار إلى ١٤٣ مليار دولار، وخلال تلك الفترة الزمنية، حققت الشركة أرباحًا بقيمة ٢٦.٩ مليار دولار، ودفعت ١٠.٥ مليار دولار

كأرباح الأسهم للمساهمين، واحتجرت ١٦.٤ مليار دولار لإعادة الاستثمار. وقد أنتج كل دولار احتجرتة الشركة ٧.٢٠ دولار من القيمة السوقية؛ وفي نهاية عام

١٩٩٩، وصلت قيمة استثمارات شركة بيركشاير التي كانت قيمتها الأصلية تبلغ ١.٠٢٣ مليا دولار في شركة كوكاكولا إلى ١١.٦ مليار دولار، وكان المبلغ نفسه المستثمر

في مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ سيقدر ب ٣ مليارات دولار.

جنرال دايناميكس

في عام ١٩٩٠، كانت جنرال دايناميكس ثاني أكبر متعهد توريد أسلحة في البلاد، متعاقد مع وزارة الدفاع، بعد شركة ماكدونيل دوغلاس؛ وقد كانت جنرال

دايناميكس تورد أنظمة صواريخ (توماهوك، سبارو، ستينجر، وصواريخ أخرى جواله متقدمة)، بالإضافة إلى أنظمة الدفاع الجوي، ومركبات الإطلاق الفضائية،

والطائرات المقاتلة (طراز إف ١٦) للقوات المسلحة الأمريكية. وفي عام ١٩٩٠، كان مجموع مبيعات الشركة أكثر من ١٠ مليارات دولار. وبحلول عام ١٩٩٣، انخفضت

المبيعات إلى ٣.٥ مليار دولار، لكنه مع ذلك، ارتفعت قيمة الأسهم خلال هذه الفترة بمقدار سبعة أضعاف.

وفي عام ١٩٩٠، انهار جدار برلين، معلناً قرب نهاية الحرب الباردة الطويلة والمكلفة، وفي السنة التالية، انهارت الشيوعية في الاتحاد السوفيتي، ومع كل انتصار تم

إحرازه بشق الأنفس، بدءاً من الحرب العالمية الأولى، ووصولاً إلى حرب فيتنام، كان على الولايات المتحدة إعادة تشكيل كم هائل من مواردها الدفاعية. والآن وبعد

انتهاء الحرب الباردة، كان المجمع العسكري الصناعي الأمريكي في خضم عملية إعادة تنظيم أخرى.

وفي يناير ١٩٩١، عينت شركة جنرال دايناميكس "ويليام أندرس" رئيساً تنفيذياً، وكان سعر

السهم في ذلك الوقت، عند أدنى مستوى له في هذا العقد؛ حيث بلغت

قيمته ١٩ دولارًا. في البداية، حاول "أندرس" إقناع وول ستريت بأنه مع تقلص ميزانية الدفاع، يمكن أيضًا للشركة الحصول على تقييمات أعلى. وعلى أمل إزالة أية

حالة من عدم اليقين المالي التي من شأنها التأثير في رأي المحللين، بدأ بإعادة هيكلة الشركة، وخفض النفقات الرأسمالية وتطوير البحوث بمقدار مليار دولار،

وخفض العمالة بالآلاف، ووضع برنامجًا للتعويضات التنفيذية يستند إلى أداء سعر سهم جنرال دايناميكس.

ولم يمض وقت طويل قبل أن يدرك "أندرس" أن الصناعات الحربية قد تغيرت بشكل جذري، وأنه لكي تحقق نجاحًا، يجب على جنرال دايناميكس اتخاذ خطوات

أكثر فاعلية من مجرد الاقتصاد في النفقات؛ حيث لم يكن هناك ببساطة ما يكفي من الطلبات على الصناعات الدفاعية. ومن شأن ميزانية الدفاع الصغرى أن

تتطلب في نهاية المطاف من الشركات تقليص حجمها، وتنويع نشاطها التجاري، إلى أعمال غير حربية، أو الهيمنة على القدر القليل من الأعمال الحربية المتاحة.

المبدأ: الانسحاق المؤسسي

وفي أكتوبر ١٩٩١، طلب "أندرس" إجراء دراسة استشارية للصناعة الحربية، وكانت الاستنتاجات مثيرة للقلق: فعندما تشتري شركات الدفاع شركات غير حربية،

يكون الفشل من نصيبها بنسبة ٨٠٪، وما دامت صناعة الدفاع تثقل كاهلها بالزيادة في الإنتاج، فلن تحقق أي من شركات الدفاع أيًا من أوجه الكفاءة. وخلص

"أندرس" إلى أنه من أجل تحقيق النجاح، فعلى شركة جنرال دايناميكس ترشيد أعمالها، وقد قرر أن جنرال دايناميكس ستبقي فقط على تلك الشركات التي (١) أثبتت قبول السوق لمنتجاتها الشبيهة بالامتيازات، و(٢) يمكن أن تحقق الحد الأدنى الضروري من الأرباح

للاستمرار والبقاء، والتوازن بين البحث والتطوير والقدرة

الإنتاجية التي تنتج اقتصاديات واسعة النطاق، وتساعد على تحقيق القوة المالية. وقال "أندرس" إنه عندما لا يمكن تحقيق الحد الأدنى الضروري من الأرباح

للاستمرار والبقاء، سيتم بيع هذه الشركات.

وفي البداية، رأى "أندرس" أن جنرال دايناميكس ستركز على نشاطاتها الأربعة الأساسية، وهي: الغواصات والدبابات والطائرات والأنظمة الفضائية، وكانت هذه

الشركات رائدة في السوق، وقد رأى "أندرس" أنها ستظل قادرة على البقاء في سوق الدفاع المتقلصة، وسيتم بيع باقي أعمال جنرال دايناميكس. لذلك في نوفمبر

١٩٩١، باعت جنرال دايناميكس شركة داتا سيستمز للحلول البرمجية إلى شركة كمبيوتر سا؛ بمبلغ ٢٠٠ مليون دولار، وفي العام التالي باعت شركة سيسنا

للطائرات إلى تكسترون مقابل ٦٠٠ مليون دولار، وشركة تصنيع الصواريخ لشركة هيوز للطائرات مقابل ٤٥٠ مليون دولار، وفي غضون أقل من ستة أشهر، جمعت

الشركة مبلغًا بقيمة ١.٢٥ مليار دولار من خلال بيع الشركات ذات الأنشطة غير الأساسية.

وأيقظت قرارات "أندرس" وول ستريت، فارتفع سعر سهم جنرال دايناميكس في عام ١٩٩١ بنسبة ١١٢٪، أما ما فعله "أندرس" بعد ذلك، فقد استرعى انتباه

"بافيت".

بفضل الحيازات النقدية، أعلن "أندرس" أن الشركة ستلبي احتياجاتها من السيولة أولاً، ثم تخفض الديون لضمان القوة المالية، وبعد تخفيض الديون، كانت

جنرال دايناميكس لا تزال تدر نقدًا بشكل جيد بما يتجاوز احتياجاتها. مع العلم أن زيادة الطاقة الإنتاجية على ميزانية الدفاع المتقلصة لم يكن منطقيًا، وأن

التنوع في الشركات التي لا تعمل في النشاط الدفاعي كان مدعاة للفشل، فقرر "أندرس" استخدام فائض النقدية لصالح المساهمين. وفي يوليو ١٩٩٢، وبموجب

المزاد الهولندي الذي أجرته، اشترت جنرال دايناميكس ١٣.٢ مليون سهم بأسعار تتراوح بين ٦٥.٣٧ و ٧٢.٢٥ دولار، ما خفض أسهمها المتداولة بنسبة ٣٠٪.

وفي صباح يوم ٢٢ يوليو ١٩٩٢، اتصل "بافيت" ب"أندرس" ليقول له إن شركة بيركشاير قد اشترت ٤.٣ مليون سهم من جنرال دايناميكس. وأخبره بأنه مبهور بأداء

جنرال دايناميكس، وأنه اشترى الأسهم لأغراض استثمارية؛ وفي شهر سبتمبر منح "بافيت" مجلس إدارة جنرال دايناميكس حق التصويت بالوكالة على أسهم

بيركشاير، ما دام "أندرس" في منصب الرئيس التنفيذي.

المبدأ: العقلانية

من بين كل صفقات شراء الأسهم العادية التي أجرتها شركة بيركشاير لم يتسبب أي منها في حدوث ارتباك، مثلما فعلت صفقة شراء أسهم في شركة جنرال

دايناميكس، فلم يكن لديها أي من العلامات التقليدية التي تميز صفقات الشراء السابقة التي أبرمها "بافيت"؛ حيث لم تكن الشركة بسيطة ومفهومة المجال،

ولم تكن ذات أداء ثابت متسق، ولم تكن لديها آفاق مستقبلية مبشرة طويلة الأجل. كذلك لم تكن الشركة في مجال يخضع لسيطرة الحكومة فحسب (٩٠٪ من

المبيعات جاءت من عقود حكومية)، ولكن أيضاً هذه الصناعة كانت آخذة في التقلص من حيث الحجم، فضلاً عن أن هوامش ربح جنرال دايناميكس كانت هزيلة،

وعوائدها على حقوق الملكية أقل من المتوسط. وعلاوة على ذلك، لم تكن تدفقاتها النقدية المستقبلية معروفة، فكيف يمكن ل"بافيت" إذن أن يحدد قيمتها؟

الجواب هو أن "بافيت" لم يشتري جنرال دايناميكس في البداية كحيازة أسهم عادية طويلة

الأجل، ولكنه اشتراها كفرصة للمراجعة، ومن ثم لا تنطبق عليها

المتطلبات المالية والتجارية المعتادة.

وكتب "بافيت" قائلاً: "لقد كنا محظوظين بشرائنا شركة جنرال دايناميكس، لكنني لم أولها إلا النزر اليسير من الاهتمام حتى الصيف الماضي، عندما أعلنت أنها

ستعيد شراء نحو ٣٠٪ من أسهمها عن طريق المزاد الهولندي، وعندما رأيت فرصة المراجعة، بدأت شراء الأسهم لبيركشاير، على أمل أن نطرح أسهمنا بها للبيع بهامش ربح صغير" ٣٠ .

لكنه غير رأيه، فقد كانت الخطة الأصلية هي طرح أسهم بيركشاير في المزاد الهولندي، وقال "بافيت" في هذا الصدد: "ولكن بعد ذلك بدأت دراسة الشركة،

والإنجازات التي حققها "بيل أندرس" في هذا الوقت القصير الذي كان فيه الرئيس التنفيذي، وما رأته قد أذهلني للغاية، فقد كان لدى "بيل" إستراتيجية واضحة

ومفصلة؛ حيث كان يتمتع بتركيز عالٍ، ويملؤه الشعور بمدى الحاجة الماسة إلى تنفيذها؛ وكانت النتائج مذهلة حقاً" ٣١ . وتخلّى "بافيت" عن أفكاره المتعلقة

بمراجعة جنرال دايناميكس، وقرر بدلاً من ذلك أن يصبح مساهماً على المدى الطويل.

ومن الواضح أن استثمار "بافيت" في جنرال دايناميكس كان شاهداً على قدرة "بيل أندرس" على مقاومة الانسياق المؤسسي، فعلى الرغم من قول النقاد إنه قد قام

بتصفية شركة كبيرة، فإن "أندرس" قال إنه ببساطة حوّل القيمة غير المحققة للشركة إلى نقد؛ حيث إنه عندما تولى مهامه في عام ١٩٩١، كان سهم جنرال

دايناميكس يتداول بخصم ٦٠٪ إلى القيمة الدفترية. وفي السنوات العشر السابقة، منحت جنرال دايناميكس المساهمين عائداً سنوياً مركباً قدره ٩٪، مقارنة بنسبة

١٧٪ للشركات العشر الأخرى للصناعات الدفاعية، و١٧٪ عائداً على مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠، فرأى "بافيت" أنها شركة يتم تداولها بأقل من القيمة الدفترية،

وتدر تدفقاً نقدياً، وتشرع في برنامج تصفية، وبالإضافة إلى ذلك، بل الأهم من ذلك، كانت الإدارة موجهة لصالح المساهمين.

وعلى الرغم من أن جنرال دايناميكس كانت تعتقد في وقت سابق أن أقسام تصنيع أنظمة الطائرات والفضاء ستبقى حيازات أساسية، فقد قرر "أندرس" بيع هذه

الشركات، وتم بالفعل بيع شركة الطائرات إلى شركة لوكهيد، وقد كان كل من جنرال دايناميكس، ولوكهيد، وبوينج، آنذاك شركاء بمعدل الثلث في تطوير

الجيل التالي من الطائرات المقاتلة التكتيكية من طراز إف-٢٢، وعن طريق شراء قسم تصنيع الطائرات التابع لشركة جنرال دايناميكس، استحوذت لوكهيد على

الطائرات من طراز إف ١٦ التي تم الانتهاء من تصنيعها بالفعل، وأصبحت شريكاً مع شركة بوينج بمعدل الثلثين في مشروع إف-٢٢. وقد بيعت شركة تصميم

النظم الفضائية إلى شركة مارتن ماريتا، مصنعة الصواريخ فئة تيتان لمركبات الإطلاق الفضائية، وقد مد بيع الشركتين جنرال دايناميكس بمبلغ يقدر بـ ١.٧٢ مليار

دولار.

ومع الفائض النقدي، أعادت الشركة الأموال مرة أخرى إلى مساهميها، وفي أبريل ١٩٩٣، أصدرت الشركة توزيعات خاصة للأرباح للمساهمين، قدرها ٢٠ دولاراً

للسهم الواحد، كما أصدرت في يوليو توزيعات خاصة للأرباح بقيمة ١٨ دولاراً، وفي أكتوبر أعطت ١٢ دولاراً للسهم الواحد لأصحابها. وفي عام ١٩٩٣، أعادت الشركة

٥٠ دولاراً في صورة توزيعات خاصة للأرباح، ورفعت أرباح الأسهم ربع السنوية من ٠.٤٠ دولار إلى ٠.٦٠ دولار للسهم الواحد. ومنذ يوليو ١٩٩٢ حتى نهاية عام ١٩٩٣،

حصلت بيركشاير مقابل استثمارها ٧٢ دولارًا للسهم الواحد على ٢.٦٠ دولار من أرباح الأسهم العادية، و ٥٠ دولارًا في التوزيعات الخاصة للأرباح، وسعر السهم

الذي ارتفع إلى ١٠٣ دولارات. وبلغت عائداتها ١١٦٪ على مدى ١٨ شهرًا، ولذا لم يكن مفاجئًا أن تتفوق جنرال دايناميكس خلال هذه الفترة الزمنية على مجموعة

النظراء، بل أن تتفوق أيضًا بشكل كبير على مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠.

ويلز فارجو أند كومباني

إذا كان الاستثمار في شركة جنرال دايناميكس هو أكثر استثمارات "بافيت" المثيرة للحيرة، فإن استثماره في ويلز فارجو أند كومباني يمكن وصفه، بالتأكيد، بأنه

الأكثر إثارة للجدل، فقد أعلن "بافيت" في أكتوبر ١٩٩٠ أن بيركشاير قد اشترت خمسة ملايين سهم من ويلز فارجو، واستثمرت ٢٨٩ مليون دولار في الشركة

بمتوسط ٥٧.٨٨ دولار للسهم الواحد، ومن خلال هذا الشراء صارت بيركشاير هي أكبر مساهم في البنك من خلال امتلاكها ١٠٪ من الأسهم المتداولة.

وقد كان سعر تداول سهم ويلز فارجو في ارتفاع، حيث وصل إلى ٨٦ دولارًا للسهم الواحد في وقت سابق من هذا العام، ولكن بعد ذلك بدأ المستثمرون هجر

البنوك ومؤسسات التمويل في كاليفورنيا؛ خشية أن يتسبب الكساد الذي عصفت بالساحل الغربي في خسائر فادحة في القروض في سوق العقارات التجارية

والسكنية، ونظرًا إلى أن بنك ويلز فارجو كان يمتلك معظم العقارات التجارية أكثر من أي بنك في كاليفورنيا، باع المستثمرون أسهمهم، وزُود البائعون على

المكشوف من الضغط الهبوطي، وارتفعت الفائدة القصيرة في أسهم ويلز فارجو بنسبة ٧٧٪ في شهر أكتوبر، وهو تقريبًا الوقت نفسه الذي بدأ فيه "بافيت" شراء

أسهمه في الشركة.

وفي الأشهر التي تلت إعلان أن بيركشاير قد أصبحت مساهمًا رئيسيًا، واجهت ويلز فارجو معركة ضارية أشبه بمباراة الملاكمة؛ حيث كان "بافيت" في إحدى زوايا

الحلبة مضاربًا على صعود الأسعار، مخاطرًا بمبلغ يقدر بـ ٢٨٩ مليون دولار، على أن قيمة ويلز فارجو ستزيد، وكان البائعون على المكشوف في الزاوية المقابلة من

الحلبة، يضاربون على هبوط الأسعار، متوقعين أن قيمة ويلز فارجو، التي انخفضت بالفعل بنسبة ٤٩٪ هذا العام، كانت متجهة إلى الانخفاض أكثر من ذلك.

وكان الإخوة فشبك، أكبر البائعين على المكشوف في البلاد، يراهنون ضد "بافيت". وقال "توم بارتون"، وهو المدير المالي لفشبك في مدينة دالاس: "لا أعتقد أنه من

الصواب أن نقول إن ويلز فارجو مرشح للإفلاس، ولكنني أعتقد أن أسهمه ستتداول بين ١٣ و ١٩ دولارًا" ٣٢، ومن هذا المنطلق، اعتقد "بارتون" أن ويلز فارجو

سوف يدخل في مصاف البنوك المتدنية. وقال "جورج سايلم"، المحلل في شركة برودنشال سيكيوريتيز للخدمات المالية: "إن بافيت صائد صفقات مشهور،

ومستثمر طويل الأجل"، لكن "كاليفورنيا قد تصبح تكساس أخرى" ٣٣. وكان "سايلم" يشير إلى إخفاقات البنوك التي حدثت في ولاية تكساس خلال انخفاض

أسعار الطاقة، وقال "جون ليشو" في مجلة بارونز: "لن يقلق بافيت بعد الآن بشأن من سينفق ثروته ما دام يستمر في انتقاء أسهم البنوك المتدنية" ٣٤.

وكان "بافيت" ملهمًا بالأعمال المصرفية إلهامًا كبيرًا، ففي عام ١٩٦٩ اشترت بيركشاير هاثاواي ٩٨٪ حيازات بنك إلينوي الوطني وشركة تراست، وقبل أن يطالب قانون

حيازات البنوك من شركة بيركشاير بتصفية فائدها بالبنك في عام ١٩٧٩، ذكر "بافيت" مبيعات البنك وأرباحه كل عام في تقارير بيركشاير السنوية، فاتخذ البنك

مكانه بجانب الحيازات الأخرى التي تسيطر عليها بيركشاير.

وكما ساعد "جاك رينجوالت" "بافيت" على فهم تشابك وتعقيدات مجال التأمين، فقد علّم "جين أبيج"، الذي كان رئيس بنك إلينوي الوطني، "بافيت" الأمور المتعلقة بالأعمال المصرفية، وكان ما تعلمه هو أن البنوك تعتبر شركات مربحة إذا كانت تمنح القروض على نحو يتسم بالمسئولية ويخفض التكاليف، وقال بالفعل "بافيت": "أظهرت تجربتنا أن المدير الذي يتولى إدارة عمل عالي التكلفة بالفعل يكون في كثير من الأحيان واسع الحيلة بشكل غير عادي في إيجاد طرق جديدة للإضافة إلى النفقات العامة، في حين أن المدير الذي يدير العمل بإحكام، عادةً ما يتوصل إلى المزيد من الوسائل للحد من التكاليف، حتى عندما تكون هذه التكاليف أقل كثيرًا من تكاليف منافسيه. ولم يثبت أحد أن هذه الكفاءة الأخيرة لديه أفضل من جين أبيج" ٣٥ .

المبدأ: آفاق مستقبلية مبشرة طويلة الأجل

يقول "بافيت" إن ويلز فارجو لا يشبه شركة كوكاكولا، ففي ظل معظم الظروف، يصعب تصور فشل شركة كوكاكولا كمؤسسة تجارية، ولكن حال الأعمال المصرفية مختلف تمامًا، فهناك إمكانية لفشل البنوك، بل يحدث هذا في مناسبات عدة. ويدل "بافيت" على ذلك بأن معظم عمليات إغلاق المصارف يمكن أن تعزى إلى أخطاء إدارية تحدث عادة عندما تمنح البنوك قروضًا بحماقة لا يضعها صاحب البنك الرشيد في اعتباره مطلقًا، ويحدث ذلك عندما تكون الأصول ٢٠ مرة ضعف الأسهم، وهو أمر شائع في المجال المصرفي، فأية حماقة إدارية تنطوي على مقدار صغير من الأصول يمكن أن تدمر أسهم الشركة.

ويقول "بافيت" إنه مع ذلك ليس من المستحيل للبنوك أن تكون استثمارات جيدة، فمن خلال تأدية الإدارة وظيفتها على أكمل وجه، يمكن للمصارف أن تحقق

عائداً بنسبة ٢٠٪ على حقوق الملكية، وعلى الرغم من أن هذا هو أقل مما قد تحققه كوكاكولا، فهو أعلى من متوسط العائد لمعظم الشركات. ويفسر "بافيت" هذا الأمر بأنه ليس من الضروري أن يكون البنك هو رقم واحد في مجاله، بل إن ما يهم هو كيفية إدارة الأصول والالتزامات والتكاليف. وعلى غرار الحال في مجال التأمين، فإن العمل المصرفي يشبه كثيراً الشركات التي تعمل في تجارة السلع، وكما نعلم، فإن القرارات الإدارية غالباً ما تكون السمة الأكثر تمييزاً في الأعمال التجارية التي تشبه السلع الأساسية. وفي هذا الصدد، اختار "بافيت" أفضل فريق إداري في القطاع المصرفي، ولذا يقول: "نعتقد أننا من خلال ويلز فارجو حصلنا على أفضل المديرين في هذا المجال، وهما كارل رايكهارت وبول هيزن". ويذكرنا المزيج الإداري بين "كارل" و"بول" من نواحٍ كثيرة بالمزيج الإداري بين "توم ميرفي" و"دان بورك" مديري كايبتال سيتيز/ إيه بي سي؛ حيث إنه عندما يعمل اثنان معاً كفريق واحد يكون الأداء أفضل بكثير مما يعمل كل فرد على حدة" ٣٦ .

المبدأ: العقلانية

عندما أصبح "كارل رايكهارت" رئيس ويلز فارجو في عام ١٩٨٣، بدأ تحويل البنك الراكد إلى شركة مربحة، حتى وصل متوسط عائدات ويلز فارجو في الفترة من عام ١٩٨٣ إلى عام ١٩٩٠ إلى ١.٣٪ على الأصول و ١٥.٢٪ على حقوق الملكية. وبحلول عام ١٩٩٠ أصبح عاشر أكبر بنك في الدولة؛ حيث بلغت أصوله ٥٦ مليار دولار، فقد كان

"رايكهارت" عقلانياً مثل العديد من المديرين الذين يكن لهم "بافيت" إعجاباً. وعلى الرغم من عدم إطلاقه برامج إعادة شراء الأسهم، أو تقديم التوزيعات الخاصة للأرباح، التي كانت جميعها لصالح المساهمين، فإنه كان بالفعل يوجه إدارة ويلز فارجو إلى ما فيه صالح لأصحابها. وقد كان مثلاً أسطورياً في سيطرته على

التكاليف، مثلما كان " توم ميرفي" في كابيتال سيتيز/ إيه بي سي، فبمجرد أن أصبحت التكاليف تحت السيطرة، لم يتوقف مطلقاً عند هذا الحد؛ فقد كان يبحث باستمرار عن طرق لتحسين الربحية.

وتعتبر نسبة نفقات التشغيل (أي التي دون فوائد) إلى صافي الدخل من الفوائد هي أحد مقاييس الكفاءة التشغيلية للبنك ٣٧ . وكانت كفاءة التشغيل في ويلز

فارجو أفضل بنسبة ٢٠ - ٣٠٪ من بنك فيرست إنترستات، أو بنك أوف أمريكا، وقد كان "رايكهارت" يدير ويلز فارجو بعقلية رجل الأعمال، وعبر عن ذلك بقوله: "نحاول إدارة هذه الشركة على غرار إدارة الأعمال التجارية، فمجموع اثنين واثنين هو أربعة، وليس سبعة أو ثمانية" ٣٨ .

وعندما كان "بافيت" يشتري ويلز فارجو في عام ١٩٩٠، أنهى البنك هذا العام بأعلى نسبة من القروض العقارية التجارية لأي بنك رئيسي في الدولة، وكانت قروض

ويلز فارجو التجارية البالغة ١٤.٥ مليار دولار خمسة أضعاف حقوق الملكية. ولأن الركود في كاليفورنيا كان آخذاً في التدهور، رأى المحللون أن جزءاً كبيراً من

القروض التجارية للبنك ستزداد في التدهور، وهذا ما كان السبب وراء انخفاض سعر سهم ويلز فارجو في عامي ١٩٩٠ و١٩٩١.

وفي أعقاب كارثة المؤسسة الاتحادية للتأمين على المدخرات والقروض، قام فاحصو حسابات البنوك بمراجعة محفظة قروض ويلز فارجو بدقة، وضغطوا على

البنك لتخصيص ١.٣ مليار دولار كاحتياطي للقروض المعدومة في عام ١٩٩١ و١.٢ مليار دولار في العام التالي. ونظراً إلى أنه يتم تخصيص الاحتياطيات كل ربع سنة،

بدأ المستثمرون يشعرون بالسوء مع كل إعلان يتم إصداره لاحقاً، وبدلاً من أخذ رسم واحد كبير لاحتياطيات القروض، قام البنك بفرض الرسوم على فترة

سنتين، ما دفع المستثمرين إلى التساؤل عما إذا كان البنك سيضع حدًا لقروضه متعثرة السداد أم لا.

وبعد أن أعلنت بيركشاير عن ملكيتها بنك ويلز فارجو في عام ١٩٩٠، ارتفع سعر السهم فترة وجيزة، ليصل إلى ٩٨ دولارًا في أوائل عام ١٩٩١، ما وفر لشركة بيركشاير

أرباحًا بقيمة ٢٠٠ مليون دولار، ولكن بعد ذلك، في يونيو ١٩٩١، أعلن البنك عن رسوم أخرى للاحتياطات، وانخفض سعر السهم ١٣ نقطة في غضون يومين ليصل

إلى ٧٤ دولارًا، وعلى الرغم من أن سعر السهم قد انتعش بشكل طفيف في الربع الأخير من عام ١٩٩١، فقد أصبح واضحًا أن ويلز فارجو سيتعين عليه أن يتحمل

نفقات أخرى مقابل أرباح الإضافات إلى احتياطات خسائر القروض. وفي نهاية العام، أغلق السهم عند ٥٨ دولارًا للسهم، وبعد هذه المعاناة، استطاع استثمار

بيركشاير أن يصل إلى نقطة التعادل التي تتساوى فيها الأرباح والخسائر؛ ما دفع "بافيت" إلى الاعتراف، قائلًا: "لقد استهنت بخطورة كل من الركود في كاليفورنيا

ومشكلات العقارات في الشركة" ٣٩ .

المبدأ: تحديد القيمة

في عام ١٩٩٠، حقق ويلز فارجو أرباحًا تقدر بـ ٧١١ مليون دولار، بزيادة قدرها ١٨٪ عن عام ١٩٨٩، وحقق البنك أرباحًا بلغت ٢٢١ مليون دولار في العام التالي؛ بسبب

احتياطي خسائر القروض، ثم ارتفعت الأرباح بشكل طفيف بعد عام لتصل إلى ٢٨٣ مليون دولار، ومع ذلك فهي أقل من نصف الأرباح المحققة قبل عامين فقط.

وليس من المستغرب وجود علاقة عكسية بين أرباح البنك ومخصصات خسائر القروض، ولكن إذا تم حذف مخصصات خسائر القروض الخاصة بويلز فارجو من

بيان الدخل، فسندى شركة ذات قوة ربحية ديناميكية. وقد ارتفع صافي الدخل من الفوائد

للبنك منذ عام ١٩٨٣ بمعدل بلغت نسبته ١١.٣٪، وارتفع دخله الذي لم

يرد عن طريق الفائدة (رسوم الاستثمار، والإيرادات الائتمانية، ورسوم الودائع) بنسبة ١٥.٣٪، وإذا استبعدت مخصصات خسائر القروض غير العادية في عامي

١٩٩١ و١٩٩٢، كان من الممكن أن يكون لدى البنك ما يقرب من مليار دولار من القوة الربحية.

إن قيمة البنك هي محصلة قيمته الصافية، بالإضافة إلى الأرباح المتوقعة باعتبارها منشأة عاملة، فعندما بدأت شركة بيركشاير هاثاواي في شراء ويلز فارجو في

عام ١٩٩٠، كانت شركة ويلز فارجو قد ربحت في العام السابق ٦٠٠ مليون دولار، وكان متوسط العائد على السندات الحكومية الأمريكية ذات الـ ٣٠ عامًا في عام ١٩٩٠

نحو ٨.٥٪. وحتى تبقى أرباح ويلز فارجو متحفظة، يمكننا خصم أرباحها في عام ١٩٨٩ من الـ ٦٠٠ مليون دولار بنسبة ٩٪، وتقييم البنك بمقدار ٦.٦ مليار دولار، فإذا

لم يحقق البنك أية أرباح على الإطلاق تزيد على قيمة الـ ٦٠٠ مليون دولار من الأرباح السنوية خلال السنوات الثلاثين التالية، فإنه يقدر بما لا يقل عن ٦.٦ مليار

دولار. وعندما اشترى "بافيت" ويلز فارجو في عام ١٩٩٠، دفع ٥٨ دولارًا للسهم الواحد، ومن خلال ٥٢ مليون سهم متداول، كان هذا يعادل شراء الشركة بقيمة ٣

مليارات دولار، أي ما يعادل خصمًا بنسبة ٥٥٪ من قيمتها.

وبطبيعة الحال، فإن النقاش عن ويلز فارجو ركز على ما إذا كانت الشركة لديها قوة ربحية أم لا، وذلك بعد الأخذ بعين الاعتبار جميع المشكلات المتعلقة

بالقروض، وقال البائعون على المكشوف إن ويلز فارجو لم يكن لديها قوة ربحية، ولكن "بافيت" قال إن لديها قوة ربحية. فقد كان يعلم أن تملك ويلز فارجو ليس

بلا مخاطر، ولكن هكذا برر "بافيت" قرار شرائه قائلاً: "تواجه مصارف كاليفورنيا خطرًا

محددًا يتمثل في وقوع زلزال كبير قد يثير فوضى كبيرة في شؤون المقترضين؛

ما يؤدي بدوره إلى تدمير البنوك التي تقرضهم، أما الخطر الثاني، فهو المخاطر النظامية؛ أي احتمالية انكماش الشركة بشكل منظم، أو الذعر المالي الشديد الذي

يصل مداه إلى تعريض كل مؤسسة ذات نسبة اقتراض مرتفعة إلى الخطر، مهما كان مدى ذكاء إدارتها" ٤٠ . بينما كان "بافيت" يرى أن احتمال وقوع أي من هذين

الحدثين هو احتمال ضعيف، لكن لا يزال هناك خطر واحد قد يقع، حيث قال: "أما الخوف الكبير الذي ينتاب السوق في الوقت الحالي، فهو أن قيم العقارات في

الساحل الغربي سوف تتردى؛ بسبب الإفراط في عمليات البناء، وإلحاق خسائر فادحة بالبنوك التي مولت هذا التوسع، ولأن ويلز فارجو شركة رائدة في مجال

القروض العقارية، كان يعتقد أنها معرضة للخطر بشكل خاص" ٤١ .

وعلم "بافيت" أن ويلز فارجو تحقق ربحًا سنويًا بقيمة مليار دولار قبل خصم الضريبة بعد صرف مبلغ ٣٠٠ مليون دولار لخسائر القروض، وقد رأى أنه إذا كانت

نسبة ١٠٪ من قروض البنك البالغة ٤٨ مليار دولار (وليس فقط القروض التجارية، بل لتغطية جميع قروض البنك) كانت قروضًا متعثرة السداد في عام ١٩٩١، ونتج

عنها حدوث خسائر، بما في ذلك الفائدة، بمعدل ٣٠٪ من أصل القرض، فإن ويلز فارجو ستصل إلى نقطة التعادل، ولكن "بافيت" قدّر أن هذا الأمر غير مرجح

الحدوث، كما رأى أنه حتى لو لم تربح ويلز فارجو أموالًا طيلة عام، فلن يكون هذا أمرًا مقلقًا بالنسبة إليه. وقال "بافيت": "كنا نفضل في بيركشاير الاستحواذ

على الشركات، أو الاستثمار في مشروعات رأسمالية لا تنتج عائدًا طيلة عام، ولكن يمكن التنبؤ بأن يحقق ٢٠٪ من حقوق الملكية المتنامية" ٤٢ ؛ ولذلك قد ازدادت

جاذبية ويلز فارجو عندما كان "بافيت" قادرًا على شراء الأسهم بخصم ٥٠٪ على قيمته.

وقال "بافيت": "لا ينبغي أن يكون العمل المصرفي عملاً تجاريًا فاشلاً، لكنه يكون كذلك في كثير من الأحيان"، مضيفاً أنه "لا ينبغي أن يقوم المصرفيون بتصرفات

حمقاء، لكنهم غالباً ما يفعلون" ٤٣ . ويصف القروض عالية المخاطر بأنها أية قروض منحها مصرفي أحقق، وقد راهن "بافيت" عند شرائه ويلز فارجو على أن

"رايكهارت" لم يكن مصرفياً أحقق، وقال "تشارلي مانجر" في هذا الصدد: "إن الأمر برمته كان مرهوناً بالإدارة؛ حيث نرى أنهم سيحلون المشكلات بشكل أسرع

وأفضل من غيرهم" ٤٤ . وقد أتى رهان بيركشاير ثماره بالفعل؛ فقد وصل سعر سهم ويلز فارجو بحلول نهاية عام ١٩٩٣ إلى ١٣٧ دولارًا.

شركة أمريكان إكسبريس

يقول "بافيت" ٤٥ : "أجد أن الإلمام طويل الأمد بشركة ومنتجاتها غالباً ما يكون مفيداً في تقييمها". وبخلاف بيع زجاجات كوكاكولا مقابل نيكل، وتوزيع نسخ من

صحيفة واشنطن بوست ، والتوصية بأن يشتري عملاء والده أسهماً في جيكو، كان لدى "بافيت" تاريخ أطول مع شركة أمريكان إكسبريس من أية شركة أخرى

تملكتها بيركشاير. ولعلكم تذكرون أن شركة بافيت بارتنرشيب المحدودة استثمرت في منتصف الستينيات ٤٠% من أصولها في شركة أمريكان إكسبريس بعد فترة

وجيزة من خسائر الشركة في فضيحة زيت السلطة، وبعد ثلاثين عاماً، استحوزت بيركشاير على ١٠% من أسهم أمريكان إكسبريس مقابل ١.٤ مليار دولار.

المبدأ: تاريخ تشغيل ثابت

على الرغم من أن الشركة قد اجتازت مرحلة عصفت بها التغييرات، فإن أمريكان إكسبريس كانت في الأساس هي الشركة نفسها التي كانت موجودة عندما

اشتراها "بافيت" ضمن شراكته في بادئ الأمر، التي كانت تضم ثلاثة أقسام، الأول هو

شركة ترافيل ريلاييتيد سيرفسييز لخدمات السفر - التي كانت تصدر بطاقات

ائتمان أمريكيان إكسبريس وشيكات أمريكيان إكسبريس للمسافرين - كانت تسهم بنحو ٧٢٪ من مبيعات أمريكيان إكسبريس. والقسم الثاني كان شركة أمريكيان

إكسبريس للاستشارات المالية (الذي كان يعرف سابقًا باسم آي دي إس فاينانشال سيرفسييز للخدمات المالية)، وهو قسم للتخطيط المالي، والتأمين، والمنتجات

الاستثمارية كانت تسهم بنسبة ٢٢٪ من المبيعات. والقسم الثالث هو بنك أمريكيان إكسبريس، الذي كان يسهم بنسبة بسيطة من المبيعات، تبلغ ٥٪. وكان البنك

منذ فترة طويلة هو الممثل المحلي لبطاقة أمريكيان إكسبريس بالتعاون مع شبكة تتألف من ٨٧ مكتبًا في ٣٧ دولة حول العالم.

ولا تزال تعتبر شركة أمريكيان إكسبريس ترافيل ريلاييتيد سيرفسييز لخدمات السفر مصدرًا للأرباح يمكن التنبؤ به، فقد كان هذا القسم يدر دومًا أرباحًا كبيرة

للملاك، ويمول نمو الشركة على نحو يسير، ولكن عندما تدر الشركة نقدًا أكثر مما يتطلبه العمل، فإن ذلك غالبًا ما يصبح اختبارًا للإدارة لتخصيص رأس المال

هذا بشكل مسؤل، ويجتاز بعض المديرين هذا الاختبار من خلال استثمار رأس المال المطلوب فقط، وإعادة الرصيد إلى مالكي الشركة، إما عن طريق زيادة أرباح

الأسهم، أو إعادة شراء الأسهم؛ في حين يجد مديرون آخرون أنفسهم غير قادرين على مقاومة الانسياق المؤسسي، فكانوا يجدون دومًا سبلاً لإنفاق الأموال

النقدية وتوسيع إمبراطورية الشركات. ولسوء الحظ، كان هذا مصير أمريكيان إكسبريس عدة سنوات تحت قيادة "جيمس روبنسون".

وكانت خطة "روبنسون" تتمثل في استخدام الفائض النقدي لشركة أمريكيان إكسبريس ترافيل ريلاييتيد سيرفسييز لخدمات السفر للاستحواذ على الشركات ذات

الصلة، ومن ثم يصنع من أمريكان إكسبريس شركة للخدمات المالية ذات قوة ونفوذ، فأثبتت شركة آي دي إس فاينانشال سيرفيسيز للخدمات المالية أنها صفقة

شراء مربحة، في حين كان شراء "روبينسون" شركة شيرسون - ليمان للخدمات المصرفية الاستثمارية مخيبًا للآمال. ولم تكن شركة شيرسون غير قادرة على تمويل

نفسها فحسب، بل احتاجت أيضًا إلى زيادة في مبالغ متزايدة من الفائض النقدي لشركة أمريكان إكسبريس ترافيل ريلاييتيد سيرفيسيز لخدمات السفر من أجل

أعمالها الخاصة بها، ومع مرور الوقت، استثمر "روبينسون" ٤ مليارات دولار في شركة شيرسون. وكان هذا الاستنزاف المالي الذي دفع "روبينسون" للاتصال

ب"بافيت"، فاشترت بيركشاير أسهمًا ممتازة بقيمة ٣٠٠ مليون دولار، ومع استعداد "بافيت" للاستثمار في أمريكان إكسبريس في ذلك الوقت عن طريق الأسهم

الممتازة، فإنه لم يشعر بالثقة بشراء الأسهم العادية إلا بعدما وجد الشركة تتصرف بقدر من العقلانية.

المبدأ: العقلانية

ولا يخفى على أحد أن جوهرة تاج الشركة هي بطاقة أمريكان إكسبريس الشهيرة، ولكن بدا أن ما تفتقر إليه أمريكان إكسبريس هو وجود فريق إداري يدرك

اقتصاديات هذه الشركة ويقدرها. ولحسن الحظ، أتى هذا الإدراك عام ١٩٩٢، عندما استقال "روبينسون" على نحو مفاجئ، وأصبح "هارفي جولوب" هو الرئيس

التنفيذي، فبدأ "جولوب" باستخدام لهجة يألفها "بافيت"، مثل مصطلحات الامتياز، وقيمة العلامة التجارية عند إشارته إلى بطاقة أمريكان إكسبريس. وكانت

مهمة "جولوب" العاجلة التي يتعين عليه القيام بها هي تعزيز الوعي بالعلامة التجارية لشركة ترافيل ريلاييتيد سيرفيسيز لخدمات السفر، ودعم الهيكل

الرأسمالي في شيرسون - ليمان استعداداً لبيعها.

وعلى مدى العامين التاليين، بدأ "جولوب" عملية تصفية الأصول ذات الأداء الضعيف في أمريكان إكسبريس، واستعادة الربحية والعائدات المرتفعة على الأسهم.

وفي عام ١٩٩٢ بدأ بطرح شركة فيرست داتا كوربوريشن للاكتتاب العام (وهي قسم خدمات بيانات المعلومات في الشركة)، الذي حقق ربحاً صافياً لشركة أمريكان

إكسبريس بما يزيد على مليار دولار. وباعت الشركة في العام التالي شركة بوسطن كومباني وهي قسم إدارة الأموال بها إلى بنك ميلون بمبلغ ١.٥ مليار دولار. وبعد

فترة وجيزة، تم تقسيم شيرسون-ليمان إلى شركتين؛ حيث تم بيع حسابات البيع بالتجزئة بشركة شيرسون، وتم توزيع بنك ليمان براذرز على مساهمي أمريكان

إكسبريس من خلال توزيع معفى من الضرائب، ولكن لم يتم ذلك إلا بعد أن قام "جولوب" بضخ مبلغ أخير بقيمة مليار دولار في ليمان.

وبحلول عام ١٩٩٤، بدأت أمريكان إكسبريس تظهر علامات على ربحيتها القديمة، وكانت موارد الشركة الآن تدعم بقوة ترافيل ريلاييتد سيرفيسز لخدمات السفر.

وكان الهدف من الإدارة هو أن يصنع من بطاقة أمريكان إكسبريس "العلامة التجارية لتقديم الخدمات الأكثر احتراماً في العالم". وأكد كل تواصل من الشركة على

قيمة الامتياز لاسم أمريكان إكسبريس، حتى آي دي إس فاينانشال سيرفيسز للخدمات المالية أعيد تسميتها إلى أمريكان إكسبريس فاينانشال أدفايسورز

للاستشارات المالية.

والآن بعد أن صار كل شيء في نصابه، وضع "جولوب" الأهداف المالية للشركة المتمثلة في زيادة ربحية السهم بنسبة من ١٢ إلى ١٥٪ سنوياً، وتحقيق عائد من ١٨ إلى

٢٠٪ على حقوق المساهمين، ثم أصدرت أمريكان إكسبريس في سبتمبر ١٩٩٤ بياناً يبين

بوضوح العقلانية التي تحلت بها الإدارة الجديدة للشركة، فوفقًا لظروف

السوق، أجاز مجلس الإدارة للإدارة إعادة شراء ٢٠ مليون سهم من أسهمه العادية، فكان ذلك كنغمات موسيقى طربت لها أذنا "بافيت".

وخلال صيف عام ١٩٩٤، قام "بافيت" بتحويل أسهم بيركشاير الممتازة إلى أسهم عادية في أمريكان إكسبريس، وسرعان ما بدأ بعد ذلك الحصول على المزيد من

الأسهم العادية، وبحلول نهاية العام، امتلكت شركة بيركشاير ٢٧ مليون سهم بمتوسط سعر ٢٥ دولارًا للسهم الواحد. ومع الانتهاء من خطة شراء الأسهم التي

كانت قد أعلنتها في خريف عام ١٩٩٤، ففي الربيع التالي أعلنت شركة أمريكان إكسبريس أنها ستعيد شراء ٤٠ مليون سهم إضافية، ما يمثل ٨٪ من إجمالي

الأسهم المتداولة.

ومن الواضح أن شركة أمريكان إكسبريس صارت شركة مختلفة، فبعد التخلص من شركة شيرسون - ليمان باحتياجاتها الرأسمالية الضخمة، أصبح لدى

أمريكان إكسبريس قدرة قوية على إدرار فائض نقدي. وللمرة الأولى، صار لدى الشركة رأسمال وأسهم تزيد على الحاجة، فقام "بافيت"، مقدرًا التغيرات

الاقتصادية التي كانت جارية في أمريكان إكسبريس، بتنمية مركز بيركشاير في الشركة. وبحلول مارس ١٩٩٥، كان قد أضاف ٢٠ مليون سهم أخرى؛ ما جعل ملكية

بيركشاير لأمريكان إكسبريس أقل قليلًا من ١٠٪.

المبدأ: تحديد القيمة

ومنذ عام ١٩٩٠، كانت النفقات غير النقدية والإهلاك وتسديد الديون تعادل تقريبًا حيازة أمريكان إكسبريس الأراضي والمباني والمعدات، وعندما تقارب نفقات

الإهلاك وتسديد الديون الإنفاق الرأسمالي، فإن أرباح المالك تساوي صافي الدخل. ومع ذلك، بسبب تاريخ الشركة المتقلب، فمن الصعب التأكد من معدل نمو

أرباح المالك في شركة أمريكان إكسبريس، ولذلك يفضل في ظل مثل هذه الظروف استخدام توقعات نمو متحفظة للغاية.

وبحلول نهاية عام ١٩٩٤، التي تعكس نتائج صافي الشركات التابعة لأمريكان إكسبريس التي تم بيعها في عام ١٩٩٣، كانت أرباح المالك تبلغ نحو ١.٤ مليار دولار.

وتذكر أن هدف "جولوب" كان هو زيادة الأرباح بمعدل يتراوح بين ١٢ و ١٥٪ في المرحلة المقبلة. وباستخدام نمو بنسبة ١٠٪ في الأرباح خلال السنوات العشر المقبلة،

يليه نمو متبقي بنسبة ٥٪ بعد ذلك (الذي كان قطعاً أدنى من توقعات الإدارة)، وتخفيض الأرباح بنسبة ١٠٪ (وهو عامل خصم متحفظ بالنظر إلى عائدات سندات

الخزانة الأمريكية ذات الـ ٣٠ عامًا التي بلغت قيمها ٨٪)، فإن القيمة الذاتية لشركة أمريكان إكسبريس كانت تقدر بـ ٤٣.٤ مليار دولار، أي ٨٧ دولاراً للسهم الواحد.

وإذا تمكنت الشركة من زيادة أرباحها بنسبة ١٢٪، فإن القيمة الذاتية لشركة أمريكان إكسبريس كانت أقرب إلى ٥٠ مليار دولار، أو ١٠٠ دولار للسهم الواحد. أما في

التقييم الأكثر تحفظاً، فإن "بافيت" كان يشتري أسهم أمريكان إكسبريس بخصم ٧٠٪ من القيمة الذاتية؛ وهو هامش أمان كبير.

شركة آي بي إم

عندما أعلن "بافيت" خلال مقابلة أجراها على قناة سي إن بي سي في أكتوبر ٢٠١١ أن بيركشاير هاثاواي كانت تشتري أسهمًا في شركة آي بي إم منذ فترة، كنت متأكدًا

أن هناك عددًا من مساهمي بيركشاير كانوا في حيرة من أمرهم، حيث كان هذا هو الرجل نفسه الذي صرح مرارًا بأنه لم يكن مهتمًا بشراء شركات تعمل في مجال

التكنولوجيا، فقد قال ذات مرة: "يمكنني أن أمضي عامًا كاملًا في التفكير بالتكنولوجيا دون توقف، ولكنني رغم ذلك لن أحل في المركز المائة أو الألف أو حتى العشرة آلاف على قائمة أذكي رجل في البلاد في تحليل تلك الشركات" ٤٦ .

لم يكن السبب وراء عدم شراء "بافيت" شركات التكنولوجيا، هو نقص معلوماته عن نشاط هذه الشركات، بل كان ملماً بكل منها إلمامًا جيدًا، ولكن ما كان دائماً

يزعجه هو صعوبة التنبؤ بتدفقاتها النقدية المستقبلية؛ حيث إن الاضطراب والابتكار المستمر، اللذين هما جزء متأصل داخل طبيعة هذه الصناعة، جعلتا المدى

العمرى لشركات التكنولوجيا صاحبة الامتياز قصيراً للغاية، فقد تمكن "بافيت" من رؤية الآفاق المستقبلية لكل من كوكاكولا، وويلز فارجو، وأمريكان إكسپريس،

وجونسون أند جونسون، وبروكتر أند جامبل، وكرافت فودز، وويل مارت، والتفكير بثقة في أمورها، أما الآفاق المستقبلية لكل من مايكروسوفت، وسيسكو،

وأوراكل، وإنتل، وآي بي إم - أو هكذا كنا نظن في السابق - فلم يكن يمكن التنبؤ بها.

ولكن بحلول نهاية عام ٢٠١١، اشترت شركة بيركشاير هاثاواي ٦٣.٩ مليون سهم من شركة آي بي إم، أي نحو ٥.٤% من الشركة، وقد كان ذلك بمنزلة صفقة شراء

جريئة، بلغت قيمتها ١٠.٨ مليار دولار، وهي أكبر صفقة شراء قام بها "بافيت" للأسهم الفردية.

المبدأ: العقلانية

عندما عرض "بافيت" صفقة شراء آي بي إم على مساهمي بيركشاير في التقرير السنوي لعام ٢٠١١، فرمما اعتقد الكثيرون أنهم سيحصلون على دورة مكثفة عن

المزايا التنافسية للتقنية المتقدمة لمعالجة المعلومات من شركة آي بي إم، ولكن ما تلقوه بدلاً من ذلك كان برنامجاً تعليمياً عن قيمة عمليات إعادة شراء الأسهم

العادية وكيفية التفكير بذكاء في هذه الإستراتيجية المؤسسية على المدى الطويل.

وبدأ "بافيت" قائلاً: "جميع المراقبين في عالم الأعمال يعرفون أن كلاً من المديرين التنفيذيين "لويس جرستنز" و"سام بالميسانو" قد قاما بعمل عظيم في نقل آي بي

إم من حالة شبه الإفلاس منذ عشرين عامًا إلى حالة التألق التي تتمتع بها اليوم؛ حيث كانت إنجازاتهما التشغيلية رائعة حقاً" ٤٧ . ومن الصعب تصور أنه قبل ٢٠

عامًا، كانت شركة آي بي إم التي يبلغ عمرها مائة عام على وشك الانهيار؛ حيث خسرت الشركة في عام ١٩٩٢ خمسة مليارات دولار، وهو أكبر قدر من المال خسرت

أية شركة أمريكية خلال عام واحد، ثم تمت الاستعانة في العام التالي ب"لو جرستنز" في تحويل مسار الشركة؛ حيث حدد إستراتيجياته في كتابه بعنوان Who Says Elephants Can't Dance؟ (هاربيركولينز، ٢٠٠٢)،

التي تضمنت بيع الأصول ذات الهامش المنخفض، المتمثلة في تكنولوجيا الوحدات الصلبة، والانتقال

بشكل أكبر إلى البرمجيات والخدمات. وعندما أصبح "سام بالميسانو" لاحقًا هو الرئيس التنفيذي في عام ٢٠٠٢، فقد قام ببيع خط إنتاج الحواسيب الشخصية،

وحافظ على نمو آي بي إم على مدى السنوات العشر المقبلة من خلال تركيز نشاطها على الخدمات، والإنترنت، والبرمجيات".

واستطرد "بافيت" في تقريره قائلاً: "لقد كانت إدارتهما المالية رائعة بالقدر نفسه، ويمكنني القول إنه لا توجد شركة كبرى تتمتع بإدارة مالية أفضل، وهي مهارة

زادت بشكل ملموس من المكاسب التي ينعم بها مساهمو شركة آي بي إم؛ حيث استخدمت الشركة الديون بحكمة، وقامت بعمليات استحواذ مضيئة للقيمة

المضافة حصراً من أجل الحصول على النقد، وكذلك أعادت شراء أسهمها بقوة" ٤٨ .

وفي عام ١٩٩٣، كان لشركة آي بي إم ٢.٣ مليار سهم متداول، وبعد عشر سنوات، عندما تقاعد "جرستز" وتولى "بالميسانو" منصب الرئيس التنفيذي، صار لدى الشركة ١.٧ مليار سهم متداول. وعلى مدى السنوات العشر التي تولى فيها الإدارة، اشترى "جرستز" ٢٦٪ من الأسهم المتداولة، وكذلك رفع أرباح الأسهم بنسبة ١٣٦٪، ولم يرغب هذا الدرس عن بال "بالميسانو"، ولذلك خلال فترة السنوات العشر لتوليهِ منصب الرئيس التنفيذي، خفضت شركة آي بي إم أسهمها المتداولة من ١.٧ مليار إلى ١.١ مليار، أي انخفاض بنسبة ٣٦٪. وكان مجموع الأسهم المتداولة التي أعاد شراءها كل من "جرستز" و"بالميسانو" أكثر من نصف هذه الأسهم، ولم يتوقف الأمر عند هذا الحد، بل زاد "بالميسانو" خلال العقد الذي أدار فيه الشركة مقدار أرباح الأسهم من ٠.٥٩ دولار إلى ٣.٣٠ دولار؛ أي زيادة قدرها ٤٦٠٪.

ومن بين فرسان التكنولوجيا الأربعة-وهم شركة آي بي إم، ومايكروسوفت، وإنتل، وشركة سيسكو-شهدت شركة واحدة فقط مؤخرًا تجاوز سعر سهمها أعلى سعر للسهم في عام ١٩٩٩، في ذروة الطفرة التكنولوجية، وتلك الشركة هي آي بي إم؛ حيث إنه في نهاية عام ١٩٩٩، كانت شركة آي بي إم تباع بسعر ١١٢ دولارًا للسهم، وبحلول نهاية عام ٢٠١٢ كان يتم تداوله مقابل ١٩١ دولارًا، وبمقارنة هذا مع سيسكو (٥٤ دولارًا إلى ١٩ دولارًا)، وإنتل (٤٢ دولارًا إلى ٢٠ دولارًا)، ومايكروسوفت (٥٢ دولارًا إلى ٢٧ دولارًا)، لم يكن السبب هو أن شركة آي بي إم قد نمت على نحو أسرع من غيرها، بل أسعار أسهمها قد ارتفعت؛ بسبب أنها زادت من قيمة السهم الواحد على نحو أسرع. وما بين عامي ١٩٩٩ و٢٠١٢، خفضت مايكروسوفت الأسهم بنسبة ١٩٪، وخفض كل من إنتل وسيسكو على حد سواء الأسهم المتداولة بنسبة ٢٣٪، ولكن خفضت آي بي إم أسهمها المتداولة بنسبة ٣٦٪.

هل تذكر نظرية "بافيت" القائلة: إنه بعد بدئه شراء أسهم في شركة ما، يود من سوق الأسهم أن يتأخر في إدراكه أهمية هذه الأسهم، حتى يتيح ذلك له الفرصة

لشراء المزيد من الأسهم بأسعار التصفية، وينطبق الشيء نفسه على الشركة التي هي في خضم برنامج إعادة شراء الأسهم. "عند قيام شركة بيركشاير بشراء

أسهم في شركة تعيد شراء الأسهم، نتطلع عندئذٍ إلى وقوع حدثين: أولهما: يكون لدينا أمل طبيعي في زيادة أرباح الشركة على نحو سريع على المدى الطويل؛

وثانيهما: نتطلع إلى أن يكون أداء السهم متدنيًا في السوق فترة طويلة أيضًا. وكما يوضح "بافيت"، فإن شركة آي بي إم ستنفق على الأرجح ٥٠ مليار دولار على

مدى السنوات الخمس التالية لإعادة شراء الأسهم، ثم يطرح سؤالاً، وهو: "ما ينبغي أن يتطلع إليه مساهم على المدى الطويل، مثل بيركشاير، خلال تلك الفترة؟

فالإجابة هي التطلع إلى انخفاض سعر سهم آي بي إم طوال السنوات الخمس هذه" ٤٩ .

وفي عالم مهووس بالأداء قصير الأجل، فإن تمني أن يتدنى أداء سهم ما في السوق فترة طويلة هو أمر أقل ما يقال عنه إنه رجعي، ولكن إذا كان المرء مستثمرًا

طويل الأجل بالفعل، فإن هذا التفكير يعتبر منطقيًا تمامًا على أرض الواقع، ويصف لنا "بافيت" هذا من خلال عملية حسابية موضحًا ذلك، إذ قال: "إنه إذا بلغ

مثلاً متوسط سعر سهم شركة آي بي إم ٢٠٠ دولار، فستحصل الشركة على ٢٥٠ مليون سهم مقابل ٥٠ مليار دولار، ومن ثم سيكون هناك ٩١٠ ملايين سهم متداولة،

وسوف نملك نحو ٧٪ من أسهم الشركة. أما إذا كان متوسط سعر بيع السهم هو ٣٠٠ دولار خلال فترة السنوات الخمس، فإن شركة آي بي إم ستستحوذ على ١٦٧

مليون سهم فقط، ومن شأن ذلك أن يترك نحو ٩٩٠ مليون سهم متداول بعد خمس سنوات، التي سنملك منها ٦.٥٪" ٥٠ ، والفارق في نظر بيركشاير كبير، فعند

انخفاض سعر السهم، ستزيد بيركشاير حصتها من الأرباح بمقدار ١٠٠ مليون دولار، أي بتقدير خمس سنوات في المستقبل، قد يعني زيادة بقيمة ١.٥ مليار دولار.

المبدأ: آفاق مستقبلية مباشرة طويلة الأجل

اعترف "بافيت" بأنه كان متأخرًا في شرائه أسهمًا في شركة آي بي إم، فعلى غرار الحال في كوكاكولا في عام ١٩٨٨، وبرلنجتون نورثين سانتا في عام ٢٠٠٦، كان يقرأ

التقارير السنوية لها طيلة ٥٠ عامًا قبل بلوغه لحظة التبصر المفاجئ، وقد جاءت تلك اللحظة في أحد أيام السبت في مارس ٢٠١١، ومن خلال اقتباسه قول "ثورو": "لا يهم ما تنظر إليه؛ وإنما ما تراه عينك". وقد اعترف "بافيت" في لقاء له على قناة سي إن بي سي بأنه قد فوجئ بما تمتلكه آي بي إم من مزايا تنافسية في إيجاد

العملاء والحفاظ عليهم. ٥١

إن صناعة خدمات تكنولوجيا المعلومات هي صناعة ديناميكية وعالمية ضمن قطاع التكنولوجيا، وليست هناك شركة أكبر في هذه الصناعة من شركة آي بي إم ٥٢ .

وتعتبر تكنولوجيا المعلومات سوقًا تزيد قيمتها على ٨٠٠ مليار دولار، وتغطي مجموعة واسعة من الخدمات المقسمة إلى أربعة أقسام مختلفة، هي: الاستشارات،

وتكامل النظم، والاستعانة بمصادر خارجية في تكنولوجيا المعلومات، والاستعانة بمصادر خارجية في مباشرة الأعمال التجارية، ويسهم القسمان الأولان

مجتمعين بنسبة ٥٢٪ من عائدات شركة آي بي إم، ونسبة ٣٢٪ تأتي من الاستعانة بمصادر خارجية في تكنولوجيا المعلومات، و١٦٪ من الاستعانة بمصادر خارجية

في مباشرة الأعمال التجارية. وتعتبر شركة آي بي إم في مجال الاستشارات وتكامل النظم هي مزود الخدمة رقم واحد على مستوى العالم؛ أي أكبر بنسبة ٣٨٪

من المنافس التالي لها، وهو شركة أكستنتشر. أما في مجال الاستعانة بمصادر خارجية في

تكنولوجيا المعلومات، فتعتبر آي بي إم هي مزود الخدمة العالمي رقم

واحد أيضًا على مستوى العالم؛ أي أكبر بنسبة ٧٨٪ من المنافس التالي لها، وهو شركة هيوليت باكارد، أما في مجال الاستعانة بمصادر خارجية في مباشرة

الأعمال التجارية، فإن شركة آي بي إم هي سابع أكبر مزود للخدمة، بعد شركة تليبيرفورمانس، وأتينتو، وكونفيرجيس، وسيتيل، وأيجيس، وجينباكت.

وتعد خدمات تكنولوجيا المعلومات صناعة ذات نمو مضمون في قطاع التكنولوجيا. في حين أن قطاعات التكنولوجيا، مثل الوحدات الصلبة وأشباه الموصلات،

تتسم بطابع دوري بشكل أكبر، ويستفيد قطاع الخدمات من آفاق نمو مستقرة نسبيًا. وتعتبر صناعة تكنولوجيا المعلومات أكثر مرونة؛ لأن عائداتها متكررة

ومرتبطة بالميزانيات غير الاستثنائية للشركات الكبيرة والحكومات، كما أن خدمات تكنولوجيا المعلومات غاية في الأهمية؛ لدرجة أنه يتم النظر إلى الاستشارات،

وتكامل النظم، والاستعانة بمصادر خارجية في تكنولوجيا المعلومات، والاستعانة بمصادر خارجية في مباشرة الأعمال التجارية، على اعتبار أن لديها سمات

"الحصن الحصين". ووفقًا لما ذكره "جرايدي بوركيت"، المدير المساعد بقسم التكنولوجيا بشركة مورنينجستار، فإن الأصول غير الملموسة مثل السمعة، وسجل

الأداء، وعلاقات العملاء هي مصادر الحصن الحصين في مجال الاستشارات وتكامل النظم. وفي مجال الاستعانة بمصادر خارجية في تكنولوجيا المعلومات، تؤدي

تكاليف التحويل، ومزايا الحجم، إلى خلق حصن حصين خاص بها، يضمن أنه عندما تضيف شركة آي بي إم عميلًا إليها، أن يظل العميل على الأرجح مخلصًا لها

سنوات عديدة تالية. وهناك مجال واحد فقط صغير نسبيًا، وهو الاستعانة بمصادر خارجية في مباشرة الأعمال التجارية، لا تحميه الأصول غير الملموسة، أو

تكلفة التحويل.

ووفقًا لشركة جارتنر، وهي الشركة الرائدة في مجال أبحاث وتقنية المعلومات في العالم، فمن المتوقع أن ينمو إجمالي سوق خدمات تكنولوجيا المعلومات بمعدل

سنوي مركب قدره ٤.٦٪، من نحو يقدر بـ ٨٤٤ مليار دولار في عام ٢٠١١ إلى ١.٠٥ تريليون دولار في عام ٢٠١٦.

المبدأ: هوامش الربح؛ العائد على حقوق الملكية؛ فرضية الدولار الواحد

إن الانتقال من تكنولوجيا الوحدات الصلبة إلى الاستشارات والبرمجيات، الذي بدأه "لويس جرستنز"، وسرّع وتيرته "سام بالميسانو"، قد حول شركة آي بي إم من

النشاط السلعي منخفض الهامش في صناعة التكنولوجيا إلى العمل في قطاع الاستشارات، وتكامل النظم، والاستعانة بمصادر خارجية في تكنولوجيا المعلومات

المحمي بالحصن الحصين ذي الهامش الأعلى. وعندما صحح "جرستنز" مسار السفينة في عام ١٩٩٤، كان العائد على حقوق الملكية في آي بي إم ١٤٪. وعندما تقاعد

في عام ٢٠٠٢، ارتفع العائد على حقوق الملكية إلى ٣٥٪، واستكمل "بالميسانو" المسيرة عن طريق رفع العائد على حقوق الملكية إلى نسبة أعلى؛ فقد بلغ ٦٢٪ في الوقت

الذي تقاعد فيه في عام ٢٠١٢.

ويمكن أن يعزى جزء من الزيادة في العائد على حقوق الملكية إلى الانخفاض الكبير في الأسهم المتداولة، ولكن السبب الأكثر أهمية كان قرار التخلص من الشركات

منخفضة الهامش، مع التوسع الكبير في شركات الاستشارات، والاستعانة بالمصادر الخارجية ذات الهامش الأعلى. وفي عام ٢٠٠٢، بلغ صافي هامش الربح في شركة

آي بي إم ٨.٥٪. وبعد عشر سنوات، تضاعف صافي الهوامش؛ ليصل تقريبًا إلى ١٥.٦٪.

وعلى مدى عشر سنوات (٢٠٠٢-٢٠١١)، حققت شركة آي بي إم أرباحًا صافية للمساهمين بلغت ١٠٨ مليارات دولار، وقد دفعت الشركة ٢٠ مليار دولار للمساهمين في

صورة الأرباح، تاركة ٨٨ مليار دولار لإدارة أعمالها، التي شملت إعادة استثمار رأس المال، وعمليات الاستحواذ، وإعادة شراء الأسهم، وخلال الفترة ذاتها، وصلت

الرسمة السوقية لشركة آي بي إم إلى ٨٠ مليار دولار، ولا يعتبر ذلك مثل فرضية الدولار الواحد للقيمة السوقية لكل دولار تم احتجازه التي كان "بافيت" يفضل

أن يراها في شركاته، ولكن بالنظر إلى أن السنوات العشر الماضية كانت تعتبر فترة عصيبة فيما يتعلق بأداء أسهم الرسمة الكبيرة، فإنها لا تزال قيمة تحترم.

المبدأ: تحديد القيمة

وفي عام ٢٠١٠، حققت شركة آي بي إم أرباحًا صافية للمساهمين بلغت ١٤.٨ مليار دولار، وقد أنفقت تلك السنة ٤.٢ مليار دولار في النفقات الرأسمالية، تعوض

عنها، وتزيد عليها نفقات الإهلاك، وتسديد الديون التي تقدر بقيمة ٤.٨ مليار دولار. وكانت النتيجة الصافية هي ١٥.٤ مليار دولار في عائدات المالك. ما قيمة الشركة

التي تدر خلال عام واحد ١٥.٤ مليار دولار نقدًا؟ فوفقًا لـ "جون بير ويليامز" (وكذلك وارن بافيت)، فإن القيمة هي التدفقات النقدية المستقبلية للشركة مخصومة

حتى تعادل القيمة الحالية، وسيتم تحديد التدفقات النقدية المستقبلية من خلال نمو الشركة، ومعدل الخصم الذي يستخدمه "بافيت" هو العائد طويل الأجل

للسندات الحكومية الأمريكية، وهو تعريفه للمعدل الخالي من المخاطر. وتذكر أن "بافيت" لا يستخدم علاوة مخاطر الأسهم العادية في حساباته، ولكنه يقوم

بتعديلات في ضوء المخاطر بدلاً من ذلك، من خلال هامش الأمان الذي يمثله السعر الذي هو على استعداد لدفعه.

وباستخدام هذه النظرية، يمكننا أن نجري عملية حسابية خاصة بنا لحساب قيمة أي بي إم، وباستخدام نموذج خصم ربح السهم ذي المرحلتين، افترضت أن

شركة أي بي إم سوف تنمو أرباحها النقدية بنسبة ٧٪ لمدة عشر سنوات، و٥٠٪ بعد ذلك، ثم قمت بتخفيض هذه التدفقات النقدية بنسبة ١٠٪؛ أي أعلى كثيرًا من

نسبة ٢٪ لورق الخزانة الأمريكية ذي الـ ١٠ سنوات، ببساطة يخلق معدل الخصم العالي هامش أمان أكبر. وبناء على هذه الحسابات، فإن قيمة أي بي إم تقدر بـ ٣٢٦

دولارًا للسهم الواحد، وهي أعلى كثيرًا من متوسط السعر الذي دفعه "بافيت"، وكان قدره ١٦٩ دولارًا؛ وإذا قمنا بتعديل معدل النمو للسنوات العشر التالية

وصولًا إلى ٥٪، أي أقرب إلى تقدير شركة جارتنز لنمو صناعة خدمات تكنولوجيا المعلومات، فإن القيمة ستكون ٢٧٩ دولارًا للسهم الواحد، أي لا يزال ١٠٠ دولار

للسهم الواحد أعلى مما دفع "بافيت".

وهناك طريقة أخرى للنظر في مسألة التقييم، وهي التساؤل عن معدلات النمو المضمنة في سعر السهم الذي يبلغ ١٦٩ دولارًا، وبغية أن تبلغ قيمة السهم الواحد

في شركة أي بي إم ١٦٩ دولارًا، سيتعين عليها أن تنمي أرباح المالك لديها بنسبة ٢٪ إلى أجل غير مسمى، وقد يعترض القراء على تقدير القيمة العادلة لأسهم أي

بي إم بأن تكون ٣٢٦ دولارًا أو ٢٧٩ دولارًا، ولكنني أعتقد مثل كثيرين أن شركة أي بي إم سوف تنمو بشكل أسرع من ٢٪ سنويًا على مدى العقد المقبل، وأنا واثق

بأن جواب القيمة العادلة يكمن بين هذين التقديرين، مذكرًا إيانا مرة أخرى بأحد الأقوال المأثورة المفضلة لدى "بافيت": "أفضل أن أكون شبه محق على أن أكون

مخطئًا تمامًا".

في العديد من النواحي، يذكرني شراء شركة أي بي إم بشراء "بافيت" شركة كوكاكولا، ففي

ذلك الوقت كان العديد من النقاد في حيرة من أمرهم؛ حيث اشترى

"بافيت" السهم، وهو يقترب من أعلى مستوى له على الإطلاق (تمامًا مثل آي بي إم)، وكان الكثيرون يعتقدون أن شركة كوكاكولا هي شركة مملّة وبطيئة النمو،

وأن أيام مجدها قد ولت (تمامًا مثل شركة آي بي إم). وعندما اشترى "بافيت" كوكاكولا، كان سعر سهم الشركة ١٥ مرة ضعف الأرباح، و١٢ مرة ضعف التدفق

النقدي، بعلاوة تبلغ ٣٠٪، و٥٠٪ من متوسط السوق، ولكن عندما طبقنا نموذج خصم ربح السهم على أرباح المالك بشركة كوكاكولا باستخدام معدلات نمو

مختلفة، وجدنا أن الشركة كانت تبيع مقابل خصم كبير على القيمة العادلة على الرغم من علاوة نسبة السعر إلى الأرباح، ونسبة السعر إلى التدفق النقدي.

وعلى افتراض أن معدل نمو أرباح شركة كوكاكولا منخفض بشكل لا يصدق نسبته ٥٪، فإن نموذج خصم ربح السهم حدد أن شركة كوكاكولا تبلغ قيمتها ٢٠.٧

مليار دولار، وهي نسبة أعلى كثيرًا من قيمتها السوقية الحالية البالغة ١٥.١ مليار دولار.

وعلى مدار السنوات العشر التالية، ارتفع سعر سهم كوكاكولا بمقدار عشرة أضعاف مقابل مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠، الذي ارتفع بثلاثة أضعاف. تحذير: لا

أقول بالتأكيد إن أسهم آي بي إم يمكن أن ترتفع عشرة أضعاف خلال السنوات العشر المقبلة، لكن طريقة وول ستريت في استخدام نسب محاسبية لتحديد

القيمة قد يمكنها من تقدير القيمة الحالية، لكنها تقوم بمحاولة يرثي لها في حساب النمو المستدام طويل الأجل. أو بعبارة أخرى، فإنه في كثير من الأحيان، يتم

سوء تقدير النمو المستدام طويل الأجل من قبل السوق.

ولكنني متأكد أن أكبر تأثير في نجاح مستقبل آي بي إم سيكون الأرباح المستقبلية للشركة. يدعو "توني ساكوناجي"، المحلل التكنولوجي في شركة ستانفورد سي

بيرنشتاين، الشركة باسم "حصن آي بي إم، فهي الشركة التي يبدو أداء أرباحها محصناً ضد دورات الصناعة"، وقد وصل معه الأمر إلى أنه أطلق على شركة آي

بي إم، أكبر مورد لتكنولوجيا المعلومات للشركات والحكومات على مستوى العالم، لقب "الشركة المملة، التي يمكن التنبؤ بأدائها" ٥٣. وهذا ما قالوه عن شركة

كوكاكولا في عام ١٩٨٩، والشركات المملة التي يمكن التنبؤ بأدائها هي بالضبط نوع الشركات التي يفضلها "بافيت".

كما تعلمنا أن الإدارة المالية عامل ثانوي مهم للغاية في تحديد مدى نجاح الشركة، وما لا شك فيه أن الإرث الذي خلفه "جرستز" و"بالميسانو" سيكون له تأثير

كبير في "جيني روميتي"، الرئيس التنفيذي الجديد لشركة آي بي إم. وبالفعل، يتضمن النموذج المالي ومنظور العمل لشركة آي بي إم (خطة خمسية) قيمة ب ٥٠

مليار دولار لإعادة شراء الأسهم في المستقبل. ومن خلال معدل إعادة الشراء الحالي لشركة آي بي إم، تقل الشركة عن ١٠٠ مليون سهم متداول بحلول عام ٢٠٣٠،

وبطبيعة الحال، لا يمكن لأحد أن يقول على وجه اليقين إن شركة آي بي إم ستحافظ على معدل إعادة شراء الأسهم الحالي، لكن هذا لا يمنع "بافيت" من أن

يحلم بذلك، وقد أخبر المساهمين: "إذا انخفضت عمليات إعادة الشراء من أسهم آي بي إم المتداولة في يوم ما إلى ٦٣.٩ مليون، فسوف أتخلى عن حبي للتوفير

المعروف عني، وأعطي موظفي بيركشاير عطلة مدفوعة الأجر" ٥٤.

شركة إتش. جي. هاينز

في ١٤ فبراير ٢٠١٣، اشترت كل من شركة بيركشاير هاثاواي وشركة ثري جي كابييتال شركة إتش. جي. هاينز بمبلغ ٢٣ مليار دولار، وبقيمة ٧٢.٥٠ دولار للسهم

الواحد، وكانت الصفقة بعلاوة نسبتها ٢٠٪ عن سعر سهم هاينز في اليوم السابق. وكان

من السهل أن نرى كيف كانت هاينز تطابق المواصفات التي وضعتها

بيركشاير هاثاواي، فهي واحدة من شركات الأغذية الأكثر شهرة في العالم، ولديها شهرة عالمية مثل كوكاكولا وآي بي إم، ويمكن العثور على زجاجات الكاتشب

ذات اللون الأحمر الداكن التي تنتجها هاينز في الملايين من المنازل إلى جانب بطاطس أور-أيدا المقلية، وصلصة ليا أند بيرينز وورسيسترشاير، وقد أفادت الشركة

بأنها في عام ٢٠١٢ حققت عائدات بقيمة ١١.٦ مليار دولار، وكانت غالبية المبيعات من أوروبا والأسواق الناشئة سريعة التوسع، وقال "بافيت": "إن هذه الشركة من

نوعية شركاتنا".

المبدأ: تاريخ تشغيل ثابت

قبل ثمانية عشر عامًا من اختراع الصيدلاني "جون بيمبرتون" تركيبة مشروب كوكاكولا، كان "هنري جي. هاينز" يعبئ المواد الغذائية في شاربسبورج بولاية

بنسلفانيا. وبدأت الشركة في البداية تبيع صلصة الفجل عام ١٨٦٩، ولكن تحولت إلى بيع صلصة الطماطم في عام ١٨٧٦، ثم اشترى "هنري هاينز" حصتي شريكه في

عام ١٨٨٨، وأعاد تسمية الشركة بـ إتش. جي. هاينز، وقد تم طرح شعار الشركة الشهير "٥٧ نوعًا" للمرة الأولى في عام ١٨٩٦. ويقال إن "هنري هاينز" كان يركب

قطارًا في مدينة نيويورك في أحد الأيام عندما لمح متجرًا لبيع الأحذية يدعي أنه "يمتلك ٢١ طرازًا". وقد اختار "هاينز" عدد "٥٧" عشوائيًا، ولكنه اختار الرقم "٧"

تحديدًا؛ بسبب تأثير هذا الرقم النفسي الإيجابي فيه، وأشار "بافيت" إلى أن عام ١٨٦٩، عندما بدأت شركة هاينز، كان هو العام ذاته الذي أسس جده الكبير

سيدني محل بقالة.

المبدأ: آفاق مستقبلية مباشرة طويلة الأجل

تعد شركة هاينز هي الأولى في صناعة الكاتشب عالمياً، والثانية في الصلصات، ولا يعتمد مستقبل هاينز على الحفاظ على حصتها الريادية في السوق فحسب، بل في

دمج نفسها أيضاً في الأسواق الناشئة التي تشهد نمواً سريعاً، وهنا نجد أن هاينز في وضع جيد، فقد قامت بشراء شركة فودستار بالصين عام ٢٠١٠، وحصّة بنسبة

٨٠٪ في الشركة البرازيلية كوني إكسبريس إس آيه إندوسترياس أليمنتيسياس للصناعات الغذائية عام ٢٠١١، وتمثل الأسواق الناشئة اليوم سبعاً من بين أكبر عشر أسواق للشركة، وبالفعل تضاعفت قيمة شركة فودستار في الصين.

ما مدى أهمية الأسواق الناشئة بالنسبة إلى شركة هاينز؟ شكلت هذه الأسواق سريعة النمو على مدى السنوات الخمس الماضية أكثر من ٨٠٪ من نمو مبيعات

الشركة. وفي السنة المالية ٢٠١٢، جاءت نسبة ٢١٪ من العائدات من الأسواق الناشئة؛ وتقدر تقديرات السنة المالية ٢٠١٣ بنحو ٢٥٪. ووفقاً للرئيس التنفيذي "ويليام

جونسون"، فإن معدل النمو الأساسي للشركة في الأسواق الناشئة هو الأفضل من بين مجموعة النظراء.

المبدأ: تحديد القيمة

في عام ٢٠١٢، أفادت هاينز بأنها حققت صافي دخل بقيمة ٩٢٣ مليون دولار، و٣٤٢ مليون دولار في نفقات الإهلاك وتسديد الديون، و٤١٨ مليون دولار في النفقات

الرأسمالية، ما ترك للمساهمين مبلغ ٨٤٧ مليون دولار في أرباح المالك، ولكننا نلاحظ في التقرير السنوي للشركة أن مبلغ ١٦٣ مليون دولار كان يمثل رسوم مكافأة

نهاية الخدمة بعد خصم الضرائب، وتخفيضات في قيمة الأصول، وتكاليف التنفيذ الأخرى. وإذا أضفنا بأثر رجعي هذه المصروفات غير التشغيلية، يمكننا تقدير أن

الشركة درت نحو مليار دولار من أرباح المالك.

وباستخدام نموذج خصم ربح السهم ذي المرحلتين، قدرنا أن الشركة سوف تزيد قيمة المليار دولار من أرباح المالك بنسبة ٧٪ طيلة ١٠ سنوات، ثم ٥٪ بعد ذلك.

وإن خصم التدفقات النقدية بنسبة ٩٪ (وهي تكلفة الأسهم الممتازة التي ساهمت شركة بيركشاير بها في الصفقة) ينتج عنه القيمة التقديرية للسهم الواحد بقيمة

٩٦.٤٠ دولار. ومن خلال معدل نمو ثابت بطيء دائم بنسبة ٥٪، ستقدر قيمة أسهم الشركة بـ ٨٢.١٠ دولار. وبالنظر إلى أن الشركة قد نمت أرباحها للسهم الواحد

بمعدل نمو سنوي مركب بلغ ٨.٤٪ على مدى السنوات الخمس الماضية، ومع العلم أن السنوات الخمس المقبلة ستشهد جزءًا أكبر من أرباحها من الأسواق

الناشئة التي تشهد نموًا سريعًا، فسأقول إن تقديرات التقييم هذه تعد تحفظية للغاية.

المبدأ: الشراء بأسعار جذابة

إذا كانت الشركة يمكن أن تنمو بنسبة ٧٪ مدة ١٠ سنوات، ثم ٥٪ بعد ذلك، فإن "بافيت" قد اشترى الأسهم بنسبة خصم ٢٥٪ على القيمة الذاتية، وفي معدل

النمو المقدر شديد التحفظ البالغ ٥٪، اشترى الشركة بنسبة خصم ١٢٪. وبلا شك، إن هذه ليست خصومات هامش الأمان التي نراها عادة في صفقات الشراء التي

يبرمها "بافيت"، لكن ما تتمتع به صفقة هاينز من جاذبية جعله يتجاوز صيغة الخصم المعتادة.

سوف يمتلك كل من شركة بيركشاير هاثاواي وشركة الأسهم الخاصة البرازيلية ثري جي كابيتال نصف شركة هاينز مقابل ٤ مليارات من الأسهم، ومن أجل ذلك

استثمرت شركة بيركشاير ٨ مليارات دولار في أسهم ممتازة قابلة للاسترداد ذات عائد بنسبة ٩٪، وتتمتع الأسهم الممتازة أيضًا باثنتين من الميزات الجذابة الأخرى

بالنسبة لبيركشاير؛ أولاً، في مرحلة ما في المستقبل سيتم استرداد الأسهم الممتازة بعلاوة كبيرة؛ ثانياً، تنطوي الأسهم الممتازة على شهادات خيار من شأنها أن

تسمح لبيركشاير بشراء ٥% من الأسهم العادية للشركة بمبلغ اسمي، وبشكل عام، ستحصل بيركشاير هاثاواي على عائد سنوي يبلغ ٦% على استثماراتها

المختلطة، باستثناء قيمة شهادات الخيار، وعلاوة تحويل الأسهم الممتازة، وأي نمو مستقبلي في القيمة الذاتية للشركة حتى لو خسرت هاينز أموالاً، فإنها سوف

تدفع إلى بيركشاير هاثاواي أرباح أسهمها الممتازة. وفي ظل الاحتمال البعيد بأن هاينز سوف تفلس، ستكون بيركشاير في وضع يمكنها من التغلب على الدائنين

الآخرين، ووضعت نفسها في موقف جيد في شركة هاينز المعاد تنظيمها حديثاً بتكلفة زهيدة.

المبدأ: العقلانية

من السهل أن نرى مدى تطابق مواصفات هاينز مع نوع الشركات التي يفضل "بافيت" شراءها، فالشركة بسيطة ومفهومة المجال، ولها تاريخ تشغيل ثابت؛

ولأنها قد هيأت نفسها للاستفادة من نمو الأسواق الناشئة، فقد صارت لديها آفاق مباشرة طويلة الأجل، وبلغ العائد على رأس المال القابل للاستثمار (بما في ذلك

الدين) ١٧%، بتحقيق عائد على حقوق المساهمين بنسبة ٣٥%.

ولكن هناك تحذيرين أمام صفقة هاينز يجعلان صفقة الشراء هذه فريدة من نوعها؛ الأول: ستحمل الشركة ٦ دولارات من الديون لكل دولار من حقوق الملكية،

كما أن الفائدة على الدين مع نسبة أرباح الأسهم الممتازة التي تبلغ ٩% المدفوعة إلى بيركشاير هاثاواي سوف تهيمن على الكثير من أرباح المالك للشركة. وبإيجاز،

فإن الشركة ستكون عالية الاستدانة، أما التحذير الثاني، فسيتولى إدارة الشركة فريق إدارة

جديد في شركة ثري جي كابيتال بقيادة أغنى رجل في البرازيل، وهو "خورخي باولو ليمان".

وعندما كان "بافيت" يشتري شركة ما فيما مضى، كان يفضل استمرار فريق الإدارة القائم في إدارته للشركة، ولكن في هذه الحالة، سيتولى فريق إدارة جديد مسئولية مستقبل هاينز.

التقى "بافيت" للمرة الأولى مع "ليمان" عندما كان كل منهما في مجلس إدارة شركة جيليت في التسعينيات، وعلى الرغم من أن "ليمان" وشركة ثري جي كابيتال لم يكونا معروفين على نحو جيد في الولايات المتحدة، فقد حقق هذا الفريق نجاحًا هائلًا مع مطاعم الوجبات السريعة والبنوك ومصانع المشروبات. وفي عام ٢٠٠٤،

قام "ليمان" - خلال ما يمكن وصفه بأنه صفقة فاصلة - بدمج شركته البرازيلية الأصغر أمبيف مع الشركة البلجيكية الأكبر كثيرًا إنتربرو، ونظرًا إلى أن أمبيف

كانت هي الأصغر، فتولى شركاء ليمان الوظائف الكبرى في الشركة المشتركة، ثم في عام ٢٠٠٨، دفعت هذه الشركة المدمجة حديثًا ٥٢ مليار دولار لشركة أنهايزر بوش فيما يعتبر الآن أكبر عملية دمج على الإطلاق في صناعة المشروبات.

وفي عام ٢٠١٠، اشترت شركة ثري جي كابيتال سلسلة مطاعم برجر كينج بمبلغ ٣.٣ مليار دولار، وفي غضون أسابيع، سرحت الشركة نصف موظفيها البالغ

عددهم ٦٠٠ موظف في مقرها الرئيسي في ميامي، وباعت الجناح التنفيذي، ومن ثم طالبت الموظفين بالاستئذان عند إصدار مطبوعات الشركة الملونة، ومنذ عملية

الاستحواذ، خفضت شركة ثري جي كابيتال تكاليف التشغيل بنسبة ٣٠٪؛ وفي الوقت نفسه، قدم كل مطعم منتجات جديدة، بما في ذلك المشروبات والوجبات

الخفيفة، ونسق حملة لتجديد المطاعم تم تمويلها من قبل أصحاب الامتياز. في تقريرها للربع الرابع عام ٢٠١٢، أفاد برجر كينج بتحقيق أرباح مضاعفة، وتحسن التدفقات النقدية.

وخلال دراسة ملف إدارة ثري جي كابيتال، والنجاح الذي أحرزته في كل من صفقاتها، تذكرت مديرًا آخر، كان "بافيت" يعتبره أحد أفضل المديرين في العالم، وهو "توم ميرفي"؛ حيث كانت الرغبة القوية ذاتها التي دفعت "ميرفي" إلى خفض التكاليف غير الضرورية، وتحسين إنتاجية شركات كابيتال سيتيز/ إيه بي سي جلية في فريق إدارة شركة ثري جي كابيتال.

وقد اقترح البعض أن ثري جي كابيتال، باعتبارها شركة استثمار في الأسهم الخاصة، سوف تتطلع إلى بيع استثمارها بشركة هاينز عاجلاً، وليس آجلاً، ولكن

"ليمان" كان يصر على أن ثري جي كابيتال تعتزم الاحتفاظ بشركة هاينز على المدى الطويل على النحو نفسه الذي تملكته به شركة أنهايزر بوش إنبيف إن.إف على

المدى الطويل. ومثلما عملت أمبيف كأداة لتوطيد النمو المستقبلي لصناعة المشروبات، فإن هاينز يمكنها أيضاً أن تكون بمنزلة أداة مبكرة لتوطيد النمو المستقبلي

لصناعة المواد الغذائية.

وسواء بقيت ثري جي كابيتال أم لم تبقى، ف"بافيت" يسعده أن يكون مالكاً على المدى الطويل، ويقول في هذا الصدد: "سوف تصبح هاينز شركة محببة إلى قلب

ثري جي كابيتال"، لكنه يضيف قائلاً: "قد نزيد حجم ملكيتنا إذا رغب أي من أعضاء مجموعة ثري جي، في أن يبيع حصته في وقت لاحق" ٥٦ .

قاسم مشترك

ربما تكون قد لاحظت توجهاً سائداً في دراسات الحالة هذه، متمثلاً في أن: " وارن بافيت " ليس في عجلة من أمره للبيع، حتى عندما تكون الأسهم التي اشتراها

ذات أداء جيد، وأنه لا يعير اهتماماً إلى الارتفاع في أسعار الأسهم في المدى القصير. وقد علمه "فيليب فيشر" أن الاستثمار الذي يقوم به، إما أن يكون استثماراً

أفضل من النقد، وإما لا يقوم بالاستثمار من الأساس؛ ويقول "بافيت" إنه "يسعده تماماً التمسك بأي سهم إلى أجل غير مسمى؛ ما دام العائد المرتقب على رأس

المال السهمي من الشركة الأساسية مُرضياً، والإدارة تتسم بالكفاءة والأمانة، والسوق لا تبالغ في تقييم الشركة" ٥٧ . (هل تلاحظ ذكره للمبادئ في هذه العبارة؟) كما يذكر المساهمين بأن فترة الاحتفاظ المفضلة لديه هي "إلى الأبد".

ومع هذه الكلمات التي لا تنسى، يأخذنا "بافيت" إلى الوجه الآخر من العملة: وهو بعد اتخاذ قرارات عقلانية بشأن الأسهم التي يتم شراؤها، يوضح لنا كيفية

التفكير في إدارة محفظة مالية، وهذا هو موضوع الفصل التالي.

الفصل الخامس إدارة المحفظة المالية: رياضيات الاستثمار

دعونا نلخص ما سبق: لقد درسنا حتى الآن نهج " وارن بافيت " تجاه شراء الشركات، أو اختيار الأسهم (إنه بالطبع يعتبرهما شيئاً واحداً)؛ وهو النهج القائم على

المبادئ الخالدة التي يتم تقسيمها إلى ١٢ مبدأً. ولقد رأينا كيف تم تطبيق هذه المبادئ في العديد من صفقات الشراء التي قامت بها شركة بيركشاير، بما في ذلك

الصفقة الكلاسيكية الشهيرة، وهي شراء شركة كوكاكولا، والصفقة الأخيرة التي تم فيها شراء شركة آي بي إم، كما قد بذلنا وقتاً وجهداً لكي نفهم كيف ساعدت

وجهات نظر الآخرين على تشكيل فلسفته في الاستثمار.

ولكن - وكما يعرف كل مستثمر-اتخاذ قرار بشأن أي من الأسهم عليه أن يشتريها، ليس سوى نصف القصة، أما النصف الآخر، فيتمثل في إدارة المحفظة المالية،

وهو ما يعد بدوره مزيجًا من بناء المحفظة المالية والإدارة المستمرة.

وعندما نفكر في إدارة محافظنا المالية، فإننا نؤمن عادة بأنها مجرد عملية بسيطة، يتم فيها تحديد ما سنشتريه، أو نبيعه، أو نحتفظ به، ويمكن أن يتم تحديد

هذه القرارات (أو ينبغي أن يتم تحديدها إذا أردت التفكير مثل "بافيت") من خلال هامش الأمان، حيث يتم مقارنة سعر الأسهم اليوم بقيمتها الذاتية. ويمكنك

شراء أسهم الشركات الكبرى عندما يكون سعرها أقل كثيرًا من قيمتها الذاتية، ويمكن الاحتفاظ بها عندما يكون سعرها أقل قليلًا، كما يمكنك بيعها عندما يكون

سعرها أعلى كثيرًا من قيمتها الذاتية.

وعلى الرغم من أن نهج هامش الأمان يعد نهجًا حاسمًا ومهمًا، فإنه ليس كافيًا في حد ذاته؛ حيث لا بد أيضًا من أن نأخذ في اعتبارنا ثلاث طرق مهمة لبناء

المحفظة المالية وضعها "بافيت"، وهي:

1. طريقته في بناء محفظة مالية لتحقيق نمو على المدى الطويل.
2. معياره البديل للحكم على التقدم المحرز للمحفظة المالية.
3. تقنياته للتأقلم مع التقلبات الانفعالية التي تصاحب حتمًا إدارة المحفظة المالية. (ستتم مناقشة التحديات النفسية لإدارة المحفظة المالية على طريقة " وارن

بافيت" بإسهاب في الفصل السادس).

لقد زودتنا أفلام هوليوود بصورة مبتذلة عما يبدو عليه مديرو الشؤون المالية؛ فهم يتحدثون في هاتفين في وقت واحد، ويدونون الملاحظات بشكل محموم، بينما

يحاولون مراقبة مجموعة من شاشات الكمبيوتر التي تومض وتبرق بلا توقف، كما تظهر عليهم كذلك علامات الألم عندما تومض إحدى هذه الشاشات؛ لتعلن عن انخفاض ضئيل في سعر أحد الأسهم.

إن شخصية " وارن بافيت " بعيدة تمامًا عن هذا النوع من الانفعال؛ فهو يتحرك بثبات وهدوء يعكسان ثقته الكبيرة بنفسه. إنه ليس محتاجًا إلى مشاهدة

العشرات من شاشات الكمبيوتر في وقت واحد، حيث إن هذه التغييرات التي تحدث لحظةً بلحظةً في السوق لا تدرج تحت قائمة اهتماماته، و " وارن بافيت " لا

يفكر في الثواني، أو الدقائق، أو الأيام، أو الشهور، أو في الأرباع السنوية، ولكنه يفكر في الأعوام، فهو ليس محتاجًا إلى مجاراة مئات الشركات؛ حيث إن

استثماراته في الأسهم العادية تركز على أسهم قليلة مختارة. وهو يشير إلى نفسه بأنه "المستثمر الانتقائي"، ويقول: "إننا لا نركز إلا على القليل من الشركات

البارزة" ١ . ويسمى هذا النهج بالاستثمار الانتقائي، وهو يبسط إلى حد كبير مهمة إدارة المحفظة المالية.

إن فكرة النهج القائم على الاستثمار الانتقائي فكرة بسيطة للغاية، ولكن كباقي الأفكار البسيطة الأخرى، فهي تقوم على أساس معقد من المفاهيم المتشابكة، وفي

هذا الفصل سنلقي نظرة متفحصة أكثر على الآثار الناتجة عن الاستثمار الانتقائي. والهدف هنا هو تزويدك بطريقة جديدة من التفكير في إدارة المحفظة المالية.

تحذير: إن هذه الطريقة الجديدة على الأرجح هي النقيض لكل الطرق التي سمعت عنها فيما يتعلق بالاستثمار في سوق الأوراق المالية.

يبدو أن الوضع الحالي لإدارة المحفظة المالية رهن صراع عنيف، يدور بين إستراتيجيتين متنافستين، وهما: (١) الإدارة النشطة للمحافظ المالية (٢) الاستثمار في المؤشرات.

ومديرو المحافظ المالية النشطاء يعملون بشكل مستمر، حيث يشترون ويبيعون عددًا كبيرًا من الأسهم العادية، وتتلخص مهمتهم في محاولة إرضاء عملائهم، وإلا سيتعرضون لخطر فقد العملاء، وفقد وظائفهم بالتبعية. ومن أجل البقاء على القمة يحاول المديرون النشطاء التنبؤ بما سيحدث مع الأسهم في الأشهر المقبلة، لكي تكون المحفظة المالية في نهاية الربع السنوي بشكل جيد نسبيًا، ويكون العميل راضيًا.

وعلى العكس، فإن الاستثمار في المؤشرات هو عبارة عن نهج قائم على شراء الأسهم والاحتفاظ بها، فهو ينطوي على جمع، ثم الاحتفاظ بمحفظة مالية واسعة التنوع للأسهم العادية التي تم تصميمها عن قصد لمحاكاة أداء مؤشر معياري معين، مثل مؤشر ستاندرز أند بورز ٥٠٠.

ويدعي مديرو المحافظ المالية النشطاء أنهم يستطيعون، بحكم مهاراتهم المتميزة في اختيار الأسهم، تحقيق أداء أفضل من أي مؤشر، أما على الجانب الآخر، فإن

الخبراء الإستراتيجيين في المؤشرات يقف التاريخ وراءهم؛ حيث نجد أنه منذ عام ١٩٨٠ حتى عام ٢٠١١، فإن نحو ٤١٪ فقط من صناديق الاستثمار المشتركة هي من تمكن من التفوق على مؤشر ستاندرز أند بورز ٥٠٠ .

ومن وجهة نظر المستثمر، فإن عنصر الجذب في كلتا الإستراتيجيتين متشابه، وهو: تقليل المخاطر من خلال التنوع الاستثماري. ويأمل المستثمرون من خلال

الاحتفاظ بعدد كبير من الأسهم التي تمثل العديد من الصناعات، والعديد من قطاعات

السوق، في خلق غطاء حماية من الخسائر الفادحة التي قد تحدث إذا ما وضعوا أموالهم كلها في مجال واحد، وتعرض هذا المجال لكارثة ما. وقد يفكر المرء في أنه في الفترات العادية سينخفض سعر بعض الأسهم في المحفظة المالية المتنوعة، في حين سيرتفع سعر البعض الآخر؛ لذا دعونا نأمل أن تسير الأمور على ما يرام، وتعوض الأسهم المرتفعة خسائر الأسهم المنخفضة.

لقد تمكن المديرون النشطاء من توفير هذه الحماية من خلال وضع أكبر عدد ممكن من الأسهم في محافظهم المالية؛ إذ من وجهة نظرهم، كلما احتوت المحفظة المالية على عدد كبير من الأسهم، كانت فرصهم أفضل، فعشرة أسهم أفضل من سهم واحد، و١٠٠ سهم أفضل من ١٠ أسهم، كما أن صناديق المؤشرات بحكم طبيعتها توفر هذا النوع من التنوع، إذا كان المؤشر نفسه يتمتع بالتنوع كذلك، وهذا ما يقوم به صندوق الاستثمار المشترك التقليدي للأسهم الذي يحتوي على ما يزيد على ١٠٠ سهم.

ولكن هناك مشكلة واحدة فقط، وهي: لقد سمعنا جميعًا شعار التنوع يتردد فترة طويلة؛ حتى أصبحنا لا نتأثر من الناحية الفكرية بالنتيجة الحتمية له، وهي: النتائج المتواضعة. إن كلاً من الصناديق النشطة وصناديق المؤشرات تقدم هذا التنوع، ولكن في المجمل لن تمنحك أية إستراتيجية عوائد استثنائية.

ما رأي "بافيت" في هذا الجدل الدائر؟ بالنظر إلى هذين الخيارين بالتحديد، وهما الاستثمار في المؤشرات مقابل إستراتيجية المحفظة المالية النشطة، فإن "بافيت" سيختار دون تردد الاستثمار في المؤشرات، وسيفضل ذلك أيضًا المستثمرون الذين لا يميلون إلى المخاطرة بشكل كبير، والأشخاص الذين يعرفون قدرًا ضئيلاً من المعلومات عن اقتصاديات الأعمال، لكنهم يريدون في الوقت نفسه جني الفوائد طويلة

الأجل التي سيحصلون عليها من خلال الاستثمار في الأسهم العادية.

ويقول "بافيت" بأسلوبه المتفرد: "من خلال الاستثمار بشكل دوري في صناديق المؤشرات، يمكن أن يتفوق المستثمرون عديمو الخبرة في هذا المجال على معظم خبراء الاستثمار" ٣ .

لكن سرعان ما سيشير "بافيت" إلى أن هناك بديلاً ثالثاً، وهو مختلف تماماً عن إستراتيجية المحفظة المالية النشطة، ويساعد على زيادة فرص التغلب على المؤشر، وهذا البديل هو الاستثمار الانتقائي . وبالنظر إلى جوهر هذا المفهوم، نجد أن الاستثمار الانتقائي هو: اختيار عدد قليل من الأسهم التي تزيد احتمالية إدارتها عائداً تفوق المتوسط على المدى الطويل، وتركيز الجزء الأكبر من استثماراتك على هذه الأسهم، والتحلي بالشجاعة للثبات عند التعرض لأي من تقلبات السوق على المدى القصير.

وإذا ما تم اتباع مبادئ " وارن بافيت" بعناية، فإنها ستقودك حتماً إلى اختيار الشركات الجيدة التي تصلح لوضعها في المحفظة المالية الانتقائية، ولدى الشركات المختارة تاريخ طويل من الأداء المتميز والإدارة المستقرة، ويشير هذا الاستقرار إلى ازدياد احتمالية تحقيقها المستوى نفسه من الأداء في المستقبل، كما كان في الماضي. ونجد أن هذا هو جوهر الاستثمار الانتقائي، وهو: تركيز استثماراتك في الشركات التي تزيد احتمالية تحقيقها أداء يفوق المتوسط. (نظرية الاحتمالات: تلك النظرية

التي أنت إيلينا من علم الرياضيات، وهي أحد المفاهيم الأساسية التي تشكل الأساس المنطقي للاستثمار الانتقائي، وسوف نتعلم المزيد عن نظرية الاحتمالات في هذا

(الفصل).

هل تتذكر نصيحة "بافيت" للمستثمر "عديم الخبرة" التي تحثه على الاستثمار من خلال صناديق المؤشرات؟ إن الأمر الأكثر تشويقاً هو ما قاله بعد ذلك: "إذا كنت

مستثمراً متوسط الخبرة، تقدر على فهم اقتصاديات الأعمال، ويمكنك تحديد من خمس إلى عشر شركات معقولة السعر، ولها مميزات تنافسية مهمة طويلة

الأجل، فإن التنوع التقليدي لن يكون له أي معنى بالنسبة إليك" ٤ .

ما المشكلة التي تكمن في التنوع الاستثماري التقليدي؟ أولاً إنه يزيد بشكل كبير من فرص شرائك شيئاً ما لا تملك معلومات كافية عنه، ويوضح "بافيت" أن

المستثمرين "متوسطي الخبرة" ممن يطبقون مبادئ "بافيت" سيحققون نتائج أفضل عند تركيز اهتمامهم على عدد قليل من الشركات، ويقترح "بافيت" أن يتراوح

عدد هذه الشركات بين ٥ و ١٠. أما بالنسبة إلى المستثمر المتوسط، فإن الوضع المنطقي يمكن أن يتم في الاستثمار فيما يتراوح بين ١٠ و ٢٠ شركة.

وكما عرفنا في الفصل الثاني، فإن طريقة "بافيت" في التفكير قد تأثرت كثيراً بطريقة "فيليب فيشر"، وقد رأينا بوضوح تأثير "فيشر" في هذا الجانب، وهو إدارة

المحفظة المالية. وكان "فيشر" معروفاً بحافظه المالية الانتقائية، وكان دائماً يقول إنه يفضل امتلاك عدد قليل من الشركات البارزة التي يفهم طبيعة عملها بشكل

جيد، على امتلاكه عدداً كبيراً من الشركات المتوسطة التي لا يفهم طبيعة عملها على الإطلاق، وقد قصر "فيشر" محافظه المالية على أقل من ١٠ شركات، تمثل نحو

٣ أو ٤ شركات منها نسبة ٧٥٪ من إجمالي الاستثمار.

ويمكننا أن نرى تأثير "فيشر" على "بافيت" في رؤيته أن المسار المعقول الذي يجب عليك أن تسلكه عندما تسنح أمامك فرصة عظيمة، هو أن تقوم باستثمار كبير.

ف"بافيت" يعيد اليوم تطبيق هذا التفكير؛ حيث يقول: "يجب أن تتحلى بالشجاعة،

وبالقناعة، في كل مرة؛ لكي تستثمر على الأقل ١٠٪ من صافي قيمة الأصول في أسهم هذه الشركات" ٥ .

ويمكنك أن تعي سبب تأكيد "بافيت" أن المحفظة المالية المثالية يجب أن تحتوي على ١٠ أسهم للشركات، إذا أصبحت نسبة التوزيع الخاصة بكل واحد منها هي

١٠٪، وعلى الرغم من ذلك، نجد أن الاستثمار الانتقائي ليس بالأمر البسيط؛ فليس من السهل أن نحدد ١٠ أسهم جيدة، ثم نقسم مجموعة الاستثمارات بالتساوي

بينها، ومع ذلك نجد أن جميع الأسهم الموجودة في المحفظة المالية الانتقائية هي مخاطرات عالية الاحتمال، وسيكون بعضها حتمًا أعلى احتمالًا من البعض الآخر، وينبغي أن يُفرد لها نصيب أكبر من الاستثمار.

إن معظم من يمارسون الألعاب الورقية يفهمون بديهياً هذه الإستراتيجية؛ فعندما تكون الاحتمالات في صالحهم بشكل كبير، يراهنون بقيمة كبيرة. والمستثمرون

والمضاربون يستمدون أفكارهم من العلم نفسه، وهو: الرياضيات. فإلى جانب نظرية الاحتمالات، تزودنا الرياضيات بعنصر آخر من عناصر الاستثمار الانتقائي

المنطقي، وهو: نموذج الاستمثال ل"كيلي"، الذي سيتم توضيحه بالتفصيل لاحقاً في هذا الفصل. وتستخدم معادلة "كيلي" الاحتمال لحساب نسبة الاستمثال،

وفي هذه الحالة تكون هذه النسبة هي حجم المخاطرة الأمثل الذي ينبغي أن يقدم عليه المستثمر في المحفظة المالية.

والاستثمار الانتقائي على النقيض تماماً من نهج معدل دوران رأس المال العالي كثير التنوع. فعلى الرغم من أن الاستثمار الانتقائي يظل هو الفرصة الفضلى بين كل

هذه الإستراتيجيات الفعالة التي تحقق التفوق على عائد المؤشر بمرور الوقت، فإن ذلك يتطلب من المستثمرين أن يتحلوا بالصبر في الاحتفاظ بمحافظهم المالية، في

الوقت الذي يبدو فيه أن إستراتيجيات أخرى تمضي قدمًا. وخلال فترات قصيرة أدركنا أن التغيرات في معدلات الفائدة والتضخم، أو توقعات الأرباح التي قد تحققها الشركة على المدى القريب، قد تؤثر في أسعار الأسهم، ولكن كلما اتسع الأفق الزمني، فإن خط الاتجاه العام الاقتصادي للأعمال الأساسية سيهيمن بشكل متزايد على أسعار الأسهم الخاصة بها.

ما مدة هذا الوقت المثالي؟ لا توجد هناك قواعد ثابتة وواضحة، على الرغم من أن "بافيت" يقول إن هذا الوقت قد يكون عبارة عن خمس سنوات؛ وذلك لأن هذه الفترة كانت هي الفترة التي يركز فيها من أجل تحقيق نتائج في شركة بيركشاير هاثاواي. والهدف ليس هو تحقيق معدل صفري لدوران رأس المال، حيث يعد ذلك عملاً أحمق يجعلك تحقق نتيجة عكسية؛ لأنه سيمنعك من الاستفادة من فرصة أفضل قد تصادفك. إنني أقترح، كقاعدة عامة، أن نجعل معدل دوران رأس المال يتراوح بين ١٠ و٢٠٪؛ حيث إن تحقيق معدل دوران بنسبة ١٠٪ يعني أن المستثمر يحتفظ بالأسهم مدة عشر سنوات، و٢٠٪ تعني الاحتفاظ بالأسهم مدة خمس سنوات.

والهدف من وراء الاستثمار الانتقائي هو تحقيق نتائج فوق المتوسط؛ وكما سنرى فإن هناك أدلة قوية، كالأبحاث الأكاديمية، ودراسات الحالة الفعلية، على أن هذا النهج ينجح عندما يتم تطبيقه بشكل مدروس. وليس هناك شك في أن هذه الطريقة مليئة بالصعاب؛ وذلك نظرًا إلى زيادة مستوى تقلب الأسعار التي تعد نتيجة ثانوية حتمية لهذا النهج. والمستثمرون الانتقائيون على استعداد لمواجهة وتحمل هذه الصعاب؛ لأنهم يعلمون أن الاقتصاديات الأساسية للشركات على المدى الطويل ستعوضهم بشكل كبير عن أية تقلبات في الأسعار على المدى القصير.

إن "بافيت" هو أفضل من تجاهل هذه التحديات، وكذلك شريكه "تشارلي مانجر" الذي طبق المفهوم الأساسي للاستثمار الانتقائي بطريقة مختلفة قليلاً. ويشرح

ذلك الأمر، فيقول: "قمت في ستينيات القرن العشرين بدراسة جدول معدل الفائدة المركبة، وقمت بعمل افتراضات متنوعة عن نوع الربح الذي قد أحصل عليه

فيما يتعلق بأداء الأسهم العادية بشكل عام" ٦. لقد عمل "تشارلي" من خلال عدة سيناريوهات لتحديد عدد الأسهم التي سيحتاج إليها في المحفظة المالية

الخاصة بشركته الاستثمارية، ونوع التقلبات التي قد يتوقعها.

ويقول "تشارلي": "لقد تعلمت، كوني أمارس الألعاب الورقية من قبل، أنه يجب عليّ أن أراهن بشدة عندما تكون الكثير من الاحتمالات في صالحه". لقد خلص

إلى أنه ما دام باستطاعته التعامل مع تقلبات الأسعار، فحينها سيكون امتلاك عدد قليل من الأسهم كثلاثة أسهم على سبيل المثال بمنزلة عدد كبير، حيث يقول: "إنني أعرف أن بإمكانني التعامل مع تلك التحديات نفسياً؛ وذلك لأنني تربيت على يد أشخاص يؤمنون بقدرتهم على مواجهة التحديات" ٧.

وربما تكون أنت كذلك قد تربيت على يد أشخاص قادرين على مواجهة التحديات، لكن إن لم يكن قد حالفك الحظ، فإمكانك اكتساب بعض صفاتهم. ويجب أن

تقرر بوعي أن تغير طريقة تفكيرك وتصرفك؛ فإكتساب العادات وأنماط التفكير الجديدة لا يحدث بين عشية وضحاها، بل عليك أن تعلم نفسك تدريجياً ألا

تصاب بالذعر، وألا تتصرف بتهور عند التعرض لتقلبات السوق، وهو بالتأكيد أمر يمكنك تحقيقه.

رياضيات الاستثمار الانتقائي

إنني لا أبالغ، بل أبسط الأمور بشدة عندما أقول إن سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مستودع كبير مليء بكم كبير لا حصر له من الاحتمالات، ويوجد في هذا

المستودع آلاف من القوى الفردية التي تتحد معًا لتحديد الأسعار، وكل هذه القوى تعمل في حركة ثابتة، ويمكن أن تُحدث أية واحدة منها تأثيرًا كبيرًا، ولا يمكن

التنبؤ بأي منها بشكل مطلق. ومن ثم، فإن مهمة المستثمرين هي تضيق النطاق من خلال تحديد الاحتمالات المعروفة، والتخلص منها، ثم التركيز على

الاحتمالات غير المعروفة قليلًا، وتعتبر هذه المهمة تدريبيًا على نظرية الاحتمالات.

وعندما نكون غير متأكدين من الموقف، ولكننا لا نزال محتاجين إلى التعبير عن رأينا، فإننا عادة ما نستهل ملاحظتنا بقول: " الاحتمالات هي"، أو "من المحتمل"،

أو "ليس من المرجح كثيرًا، ولكن..." . وعندما نخطو خطوة أخرى، ونحاول تحديد تلك التعبيرات العامة، فإننا إذن نتعامل مع الاحتمالات. إن الاحتمالات هي

اللغة الرياضية للمخاطر.

ما احتمالية إنجاب القطة طائرًا؟ مستحيل (صفر). ما احتمالية إشراق الشمس غدًا؟ هذا الحدث هو حدث مؤكد دون شك، ودرجة احتمالته (1). إن كل الأحداث

التي لا تكون مؤكدة تمامًا، وليست مستحيلة تمامًا، تقع بين نطاق (0-1) ويتم التعبير عنها في صورة كسر رياضي، وتدور نظرية الاحتمالات حول تحديد هذا الكسر.

وفي عام ١٦٥٤ تبادل كل من "بليز باسكال" و"بيير دي فيرما" مجموعة من الرسائل التي شكلت فيما بعد أساس نظرية الاحتمالات. لقد تحدى "شوفالييه دو

ميريه" الفيلسوف والمضارب "باسكال"، ذلك الطفل المعجزة صاحب الموهبة الفذة في كل من الرياضيات والفلسفة، بأن يحل اللغز الذي حير العديد من علماء

الرياضيات، وهو كيف يمكن لاثنين من لاعبي الورق أن يحددا الرهان في اللعبة، إذا اضطررا إلى المغادرة قبل أن تنتهي اللعبة؟ وسأل "باسكال" "فيرما" - العبقرى

في الرياضيات هو الآخر - نظرًا إلى عقليته الفذة في هذا المجال عن الحل لتحدي "ميريه".

ويقول "بيتر بيرنشتاين" في كتابه *Against the Gods* الذي يعد أفضل ما كتب عن المخاطرة: "لقد كانت تلك المراسلات التي تم تبادلها بين باسكال وفيرما

بخصوص هذا الموضوع تبشر بوقوع حدث تاريخي جلل في تاريخ الرياضيات، ونظرية الاحتمالات" ٨. وعلى الرغم من أن كليهما قد عالج المشكلة بشكل مختلف؛

حيث استخدم "فيرما" الجبر، بينما اتجه "باسكال" إلى الهندسة، فإنهما قد تمكنا من وضع نظام لتحديد احتمالية عدد من النتائج المحتملة. لقد تمكن بالفعل

"باسكال"، من خلال استخدام مثلث الأرقام الذي وضعه، من حل العديد من المسائل الرياضية، بما فيها احتمالية فوز فريق البيسبول المفضل لديك ببطولة

كأس العالم في البيسبول بعد خسارته المباراة الأولى.

لقد مثل العمل المشترك بين "باسكال" و"فيرما" بداية نظرية اتخاذ القرار. ونظرية القرار هي عملية تقرير ما الذي ينبغي لك فعله في الوقت الذي لا تكون متأكدًا

فيه مما سيحدث. ويقول "بيرنشتاين": "إن صنع القرار هو الخطوة الأساسية الأولى لإدارة المخاطر" ٩.

وعلى الرغم من أنه كان لكل من "باسكال" و"فيرما" الفضل في وضع نظرية الاحتمالات، فإن هناك عالم رياضيات آخر يدعى "توماس بايز" كان له فضل كتابة

ذلك الجزء الذي أرسى أساس تطبيق نظرية الاحتمالات عمليًا.

لقد ولد "بايز" في إنجلترا عام ١٧٠١، أي بعد مائة عام من ميلاد "فيرما"، و٧٨ عامًا من ميلاد "باسكال"، ولقد عاش "بايز" حياة عادية. لقد كان عضوًا في الجمعية

الملكية، لكنه لم ينشر شيئًا في مجال الرياضيات خلال حياته. ونشر له بعد وفاته ورقة

Towards Solving a Problem in the Doctrine of

Chances ، لكن في ذلك الوقت

لم يلق أحد بالاً لهذه الورقة البحثية. فوفقاً لما يقوله "بيرنشتاين" أن هذا المقال كان: "مقالاً مذهلاً سابقاً عصره،

خُلد اسم بايز بين خبراء الإحصاء والاقتصاد وعلماء الاجتماع الآخرين" ١٠. إنه يزود المستثمرين ببعض الطرق للانتفاع من النظرية الرياضية للاحتتمالات.

ويزودنا التحليل البايزي بطريقة منطقية للنظر في مجموعة من النتائج جميعها ممكن، لكن نتيجة واحدة منها هي التي ستتحقق. إنه إجراء بسيط للغاية من

الناحية النظرية، ونبدأ بتخصيص احتمال لكل نتيجة من هذه النتائج، على أساس أي دليل متوافر. وإذا توافر أي دليل إضافي، تتم مراجعة الاحتمال الأولي

ليتوافق مع المعلومات الجديدة. فنظرية بايز توفر إجراءً رياضياً لتحديث معتقداتنا الأصلية؛ ما يساعد بالتالي على تغيير ما لدينا من احتمالات متعلقة بهذا الأمر.

كيف يعمل هذا الأمر؟ دعنا نفترض أنك قضيت أنت وأحد أصدقائك ظهيرة أحد الأيام تلعبان إحدى الألعاب اللوحية المفضلة لديكما، والآن بعد أن انتهيتما من

اللعبة أخذتما تتبادلان أطراف الحديث، وقد قمت ببناء على كلامه لك صديقك بعمل مراهنه معه بشكل ودي، وهي: إنك في كل مرة ستلقي فيها مكعب

الأرقام، سيكون لديك ستة احتمالات متساوية، أي $1/6$ ، أي بنسبة ١٦٪. فلنفترض بعد ذلك أن صديقك ألقى مكعب الأرقام وغطاه بيديه بسرعة، ثم ألقى نظرة

خاطفة عليه، ثم قال لك: "يمكنني أن أقول لك إنه عدد زوجي". لقد نمت إلى علمك معلومات جديدة، وتغيرت الاحتمالات لديك تمامًا؛ لتصبح $1/3$ أي بنسبة

٣٣٪، وبينما تفكر في تغيير رهانك، أضاف صديقك مازحاً معك في محاولة لإرباكك: "وهذا

الرقم ليس ٤، ومن ثم تغيرت احتمالاتك مرة أخرى لتصبح $1/2$ ، أي

بنسبة ٥٠٪.

وبهذا المثال البسيط للغاية، تكون قد أجريت التحليل البايزي؛ حيث أثرت كل معلومة جديدة حصلت عليها في الاحتمال الأصلي لديك، وهذا هو الاستدلال البايزي.

إن التحليل البايزي هو محاولة لدمج كل المعلومات المتاحة في عملية واحدة لعمل استدلال، أو لاتخاذ قرار بخصوص الأوضاع الطبيعية الأساسية، وتدرس الكثير

من الكليات والجامعات نظرية بايز لمساعدة الطلاب لديها على دراسة اتخاذ القرار. ويشتهر نهج "بايز" أكثر في حجرة الدراسة باسم نظرية شجرة القرار، حيث

يمثل كل فرع من الشجرة معلومات جديدة تغير بدورها من احتمالات صناعة القرار. ويوضح "تشارلي مانجر" الأمر قائلاً: "يعد الأمر المعياري في جامعة هارفارد،

الذي يوطد أواصر الصداقة بين طلاب السنة الأولى الجامعية معاً، هو ما يسمونه بنظرية شجرة القرار. وكل ما يقومون به هو تطبيق الجبر الذي درسوه في المدرسة

الثانوية عملياً على مشكلات الحياة الواقعية، فقد أحب الطلاب هذا الأمر كثيراً؛ وقد اندهشوا كثيراً من مدى فاعلية تطبيق دروس الجبر في الحياة" ١١ .

وكما يوضح "تشارلي"، فإن أساسيات علم الجبر مفيدة للغاية في حساب الاحتمالات، ولكننا نحتاج إلى التعمق أكثر في كيفية حساب الأرقام من أجل تطبيق

نظرية الاحتمالات في الاستثمار، ويجب علينا إيلاء اهتمام لمفهوم التكرارية على وجه الخصوص.

فما معنى أن تقول إن احتمالية تخمين استقرار العملة على الصورة عند رميها هي $1/2$ ؟ أو أن احتمالية ظهور عدد فردي عند رمي مكعب الأرقام هو $1/2$ ؟ إذا كان

هناك صندوق مليء بـ ٧٠ من الكرات الحمراء الصغيرة، و ٣٠ من الكرات الزرقاء، فماذا يعني أن احتمالية التقاط كرة زرقاء هي $3/10$ ؟ نجد أن احتمال وقوع الحدث في كل هذه الأمثلة يمكن أن نشير إليه باسم تفسير احتمالية التكرارية، وهو يستند إلى قانون المتوسطات.

فإذا تكرر حدث غير مؤكد الحدوث عدة مرات، فإن تكرار وقوع هذا الحدث يعكس احتمالية وقوعه. وعلى سبيل المثال، إذا قمنا برمي عملة ١٠٠٠٠٠ مرة، فإن عدد المرات التي يحتمل أن نحصل فيها على صورة تصل إلى ٥٠٠٠٠. لاحظ أنني لا أقول إنها ستساوي ٥٠٠٠٠. ويقول قانون الأعداد الكبيرة إن التكرار النسبي والاحتمالية يتساويان فقط عند حدوث عدد لا نهائي له من التكرار؛ فإننا نعرف من الناحية النظرية أننا عندما نقوم برمي العملة، فإن احتمالية الحصول على صورة هي $1/2$ ، لكننا لا نستطيع أبداً أن نقول إن احتمالية الحصول على صورة أو كتابة متساوية حتى يتم رمي العملة هي عدد لا نهائي من المرات.

وفي أية مشكلة تتعلق بعدم اليقين، لن نكون قادرين بمنتهى الوضوح على إبداء نتيجة قاطعة، حتى إن كانت المشكلة محددة جيداً، ويجب أن نكون قادرين على حصر كل النتائج المحتملة. وإذا تكرر حدث غير مؤكد عدة مرات، فإن تكرار النتائج لا بد أن يعكس احتمالية وقوع النتائج المختلفة المحتملة. وتزداد درجة الصعوبة عندما يشغل اهتمامنا حدث ما يحدث مرة واحدة.

فكيف يمكننا تقدير احتمالية اجتياز امتحان العلوم غداً، أو احتمالية فوز فريق جرين باي باكرز بالمباراة النهائية بدوري كرة القدم الأمريكية؟ إن المشكلة التي نواجهها هي أن كل حدث من هذه الأحداث هو حدث متميز، فيمكننا أن نراجع كل الإحصاءات الخاصة بمباريات فريق جرين باي، لكننا لسنا ملمين بالظروف

الدقيقة لكل مباراة لعبها هذا الفريق مع باقي الفرق في ظل ظروف مماثلة، كما يمكننا أن نتذكر نتائج اختبارات العلوم السابقة؛ لنعرف كيف سيكون أداؤنا في

هذا الاختبار، لكن ليست كل الاختبارات متشابهة، كما أن معلوماتنا ليست ثابتة.

كيف يمكننا إذن أن نحسب الاحتمالية دون إجراء اختبارات بشكل متكرر، التي من شأنها أن تدلنا على التوزيع التكراري؟ لا يمكننا أن نحسب ذلك، لكن يمكننا

بدلاً من ذلك أن نعتمد على التفسير الشخصي للاحتمالات، ونحن نقوم بذلك طوال الوقت، فيمكننا أن نقول إن احتمالات فوز فريق باكرز بكأس لومباردي هي

٢/١، أو أن احتمالية اجتياز امتحان العلوم الصعب هذا هي ١/١٠. وهذه بيانات احتمالية وهي تصف درجة اعتقادنا عن وقوع هذا الحدث. وعندما لا يكون من

الممكن تكرار حدث معين بالقدر الكافي لمعرفة احتمالية حدوثه بناءً على تكراره، فإننا سنضطر إلى الاعتماد على حسن التمييز لدينا.

ويمكنك أن تدرك على الفور أن العديد من تفسيراتك الشخصية لهذين الحدثين ستقودك إلى الاتجاه الخاطئ، ونجد في الاحتمال الشخصي أن العبء يقع عليك

في تحليل افتراضاتك. توقف وفكر فيها ملياً، هل تعتقد أن احتمالية اجتيازك امتحان العلوم هي ١/١٠؛ وذلك لأن المادة صعبة للغاية، ولأنك لم تعد نفسك بالقدر

الكافي، أم بسبب التواضع الزائف؟ هل ولاؤك الدائم لفريق باكرز أعماك عن رؤية القوة الفائقة للفريق الآخر؟

ووفقاً للكتب المتخصصة التي تناولت تحليل بايز، فإذا كنت تعتقد أن افتراضاتك منطقية، فإنه من "المقبول تمامًا" أن يكون احتمالك الشخصي لوقوع حدث معين

مساوياً لاحتمال التكراري ١٢. فما يجب عليك القيام به هو تفحص الاحتمالات غير المعقولة وغير المنطقية، والتخلص منها، والاحتفاظ بالاحتمالات المنطقية فقط.

ومن الجيد التفكير في الاحتمالات الشخصية باعتبارها ليست أكثر من مجرد امتداد لطريقة الاحتمال التكراري. وفي الحقيقة نجد أن الاحتمالات الشخصية في

العديد من الحالات تضيف قيمة؛ وذلك لأن هذا النهج يسمح لك بأخذ الأمور التشغيلية في اعتبارك، بدلاً من الاعتماد على الاتساق الإحصائي على المدى الطويل.

نظرية الاحتمالات والسوق

إن كل القرارات التي يتخذها المستثمرون تقريباً هي عبارة عن تطبيق لقانون الاحتمالات، سواء أدركوا ذلك أم لا. ومن المهم لهم؛ لكي ينجحوا، أن يجمع بيان

الاحتمال الخاص بهم بين السجل التاريخي وأحدث البيانات المتاحة، وهذا هو تطبيق عملي للتحليل البايزي.

ويقول "بافيت": "اضرب احتمالية الخسارة في كمية الخسارة الممكنة، واطرحها من احتمالية المكسب مضروباً في كمية المكسب الممكن، وهذا هو ما نحاول القيام

به، إنها عملية ينقصها الكمال، ولكن هذا هو جوهر الموضوع" ١٣ .

إن خير مثال لتوضيح العلاقة بين الاستثمار ونظرية الاحتمالات، هو ممارسة مراجعة المخاطر؛ فالمراجعة المجردة هي تحقيق الربح من تضارب سعر ورقة مالية

مدرجة في سوقين ماليتين مختلفتين. على سبيل المثال، نجد أن السلع والعملات مدرجة بأسعار مختلفة في مختلف الأسواق حول العالم، فإذا أدرجت سوقان

منفصلتان سلعة واحدة بسعر مختلف، فيمكنك أن تشتري السلعة من إحدى هاتين السوقين، وبيعها في السوق الأخرى، والاحتفاظ بفارق السعر.

إن مراجعة المخاطر، وهي الشكل الأكثر شيوعاً في الممارسة اليوم، تنطوي على عمليات الدمج والشراء المعلن للشركات. وهناك الكثير من الأفراد الذين يمارسون

مراجعة المخاطر في العمليات غير المعلنة، لكن هذا الأمر كان يتجنبه "بافيت"، وسنعمل

نحن كذلك. وفي أثناء حديثه إلى مجموعة من الطلاب بجامعة ستانفورد،

عرض لهم وجهات نظره بخصوص مراجعة المخاطر، حيث يقول: "إن وظيفتي هي تقييم احتمال سير الأحداث (الدمج المعلن) التي ستحدث بالفعل، ونسبة

الربح/ الخسارة" ١٤ .

دعونا نُمهد لتصريحات "بافيت" التالية لطلاب جامعة ستانفورد بهذا السيناريو. لنفترض أن شركة أبوت بدأت اليوم بتداول الأسهم بسعر ١٨ دولارًا لكل سهم،

ثم تم في منتصف الصباح إعلان أنه في وقت ما من هذا العام، ربما خلال ستة أشهر، سيتم بيع شركة أبوت إلى شركة كوستيلو بسعر ٣٠ دولارًا للسهم، وفي

الحال يرتفع سعر شركة أبوت إلى ٢٧ دولارًا، حيث يستقر، ويبدأ تداول السهم بالبيع والشراء.

ويدرك "بافيت" ذلك الدمج المعلن، ويرى أنه يجب عليه اتخاذ قرار بشأنه. وهو يحاول في البداية تقييم درجة تأكده من هذا الأمر، حيث إن بعض صفقات الشركة

لا تتم، فقد يقاوم مجلس الإدارة على نحو غير متوقع فكرة الدمج، أو قد تسجل لجنة التجارة الفيدرالية اعتراضها. فلا يعرف أحد على وجه اليقين ما إذا كان

سيتم إتمام مراجعة المخاطر أم لا، ومن هنا تأتي المخاطرة.

إن عملية اتخاذ "بافيت" القرار هي تطبيق عملي لاحتمال الشخصي، حيث يشرح قائلًا: "إذا كنت أعتقد أن هناك نسبة ٩٠٪ لاحتمال إتمام الدمج، وهناك ارتفاع

في سعر السهم بمقدار ٣ نقاط، وأن هناك نسبة ١٠٪ لاحتمال فشل صفقة الدمج، وهناك هبوط في سعر السهم بمقدار ٩ نقاط، إذن فإن هذا هو مقدار بقيمة ٠.٩٠

دولار مخصوم من ٢.٧٠ دولار، ويتبقى ١.٨٠ دولار كاحتمال رياضي".

يقول "بافيت" إن عليك أن تضع في اعتبارك الفترة الزمنية المحددة، ثم تقوم بربط عائد الاستثمار بالاستثمارات الأخرى المتاحة أمامك. فإذا ما اشتريت سهمًا واحدًا

من أسهم شركة أبوت بسعر ٢٧ دولارًا، فإن هناك احتمالًا وفقًا لحسابات "بافيت" الرياضية، بتحقيق عائد بنسبة ٦.٦ (١.٨٠ دولار/٢٧ دولارًا). وإذا كان من المتوقع

أن تعقد الصفقة خلال ستة أشهر، فإن العائد السنوي على الاستثمار سيكون ١٣.٢٪، ومن ثم سيقوم "بافيت" بمقارنة العائد من هذه المراجعة بالعائدات الأخرى المتاحة لديه.

ويقر "بافيت"، بمنتهى الصراحة، بأن مراجعة المخاطر تحمل في طياتها احتمالية الخسارة، حيث يقول: "إننا مستعدون تمامًا لخسارة بعض الأموال في أية صفقة

تجارية، وتعتبر المراجعة هي أحد الأمثلة على ذلك؛ لكننا لسنا مستعدين للدخول في أية صفقة نرى فيها أن احتمالية حدوث خسارة هي أمر متوقع في عدد من

العمليات المستقل بعضها عن بعض، والمشابهة لهذه العملية". ويضيف قائلاً: "إننا نأمل في أن نبرم عددًا من الصفقات التجارية تكون فيها الاحتمالات التي قمنا بتقديرها صحيحة" ١٦ .

ويمكننا أن نرى بمنتهى الوضوح أن تقديرات "بافيت" الخاصة بمراجعة المخاطر هي احتمالات شخصية؛ حيث إنه لا يوجد هناك توزيع تكراري في مراجعة

المخاطر، فكل صفقة تختلف عن الأخرى، وتتطلب الظروف المحيطة بكل صفقة تقديرات مختلفة، لكن من المفيد التعامل مع صفقة مراجعة المخاطر ببعض

الحسابات الرياضية المنطقية، والعملية التي يجب علينا أن نتعلمها لا تختلف كثيرًا عن الاستثمار في الأسهم العادية.

نموذج كيلي

في كل مرة تخطو فيها إلى داخل أحد الأندية للعب بعض الألعاب الورقية، فإن احتمالية خروجك فائزًا تعد احتمالًا ضئيلاً للغاية. ولا يجدر بك أن تتدهش؛ فإننا

جميعًا نعرف أنك معرض للهزيمة في أثناء اللعب، لكنك إذا ما لعبت بشكل صحيح تمامًا، ولو مرة واحدة، فإن هذا يمنحك فرصة منطقية للفوز في اللعبة.

ويوجز "إدوارد أو. ثورب"، عالم الرياضيات المتمرس، عملية التفوق في الألعاب الورقية في كتابه بعنوان:

١٧ . Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game Of Twenty One

نجد أن هناك بين طيات كتاب "ثورب" ملاحظات على نموذج المراهنة الخاص بـ "كيلى" ١٨ . وكان "كيلى" بدوره قد استمد إلهامه من "كلود شانون"، وهو من وضع نظرية المعلومات.

وقضى "شانون" - وهو عالم الرياضيات الذي كان يعمل لدى مختبرات بيل خلال أربعينيات القرن العشرين - جزءًا كبيرًا من حياته المهنية في القيام ببعض

المحاولات لإيجاد الطريقة المثلى لنقل المعلومات عبر أسلاك النحاس دون أن تصبح تلك المعلومات مشوشة من قبل أية ضوضاء عشوائية جزيئية. وفي مقالة نشرت

عام ١٩٤٨ بعنوان "نظرية رياضية عن الاتصالات"، وصف فيها كل ما اكتشفه ١٩ . ويتضمن هذا المقال المعادلة الرياضية للكمية المثلى من المعلومات التي يمكن أن

يتم تمريرها خلال أسلاك النحاس، واضعين في الاعتبار احتمالية نجاح ذلك.

وبعد عدة سنوات قليلة، قام عالم رياضيات آخر، ويدعى "جيه. إل. كيلى"، بقراءة مقالة "شانون"، وأدرك أن هذه المعادلة يمكن أن تفيد بمنتهى السهولة في

المضاربة، وهي مسعى إنساني آخر من شأنه أن يُعزز من خلال معرفة إمكانات النجاح فيه. وأوضح "كيلى" في بحث علمي بعنوان "تفسير جديد لمعدل

المعلومات"، أن معدلات نقل المعلومات المتنوعة لدى "شانون"، وأن النتائج المحتملة لوقوع حدث ما، هما تقريبًا الشيء نفسه - أي الاحتمالات - وأن المعادلة نفسها يمكن أن تحقق الأمثلية لكليهما ٢٠ .

إن نموذج الاستمثال ل "كيلي" عادة ما يسمى بإستراتيجية النمو الأمثل، وهو يقوم على مفهوم مفاده أنه إذا كنت تعرف احتمالية النجاح، فأنت تخاطر بجزء من التمويل الخاص بك الذي يبلغ الحد الأقصى من معدل النمو. ويتم التعبير عنها في صيغة كما يلي: ٢ (ح) - ١ = س؛ حيث يتم طرح ٢ من ضعفي احتمال النجاح (ح) من ١، وتنتج عنه نسبة إجمالي التمويل الذي يجب أن تخاطر به (س). وعلى سبيل المثال، إذا كانت احتمالية الفوز في الألعاب الورقية تساوي ٥٥٪، فيجب عليك أن تخاطر بنسبة ١٠٪ من تمويلك لتحقيق أقصى قدر من النمو لأرباحك. وإذا كانت الاحتمالية هي ٧٠٪، فراهن بنسبة ٤٠٪، وإذا كنت تعرف أن احتمالات فوزك هي ١٠٠٪، فإن النموذج يوصيك بالمرهنة بكامل قيمة التمويل.

إن سوق الأوراق المالية بالطبع أكثر تعقيدًا من الألعاب الورقية، ففي مثل هذه الألعاب هناك عدد محدود من البطاقات، ومن ثم عدد محدود من النتائج المحتملة، أما في سوق الأوراق المالية فيوجد بها عدد غير محدود من النتائج المتنوعة نظرًا إلى وجود آلاف الأسهم وملايين المستثمرين، فاستخدام نهج "كيلي" يتطلب إعادة الحسابات وإجراء تعديلات باستمرار طوال عملية الاستثمار. ومع ذلك فإن المفهوم الضمني - الذي يربط درجة الاحتمال بحجم الاستثمار من الناحية الرياضية - ينطوي على دروس مهمة.

إنني أوّمن بأن نموذج "كيلي" هو أداة جذابة للمستثمرين الانتقائيين، على الرغم من أنه يفيد فقط هؤلاء الذين يستخدمونه بمسئولية. وهناك مخاطر في

استخدام نهج كييلي، لكن المستثمرين عليهم أن يتحلوا بالحكمة؛ حتى يدركوا القيود الثلاثة لاستخدامه: 1. إن أي شخص يعتزم الاستثمار باستخدام نموذج كييلي أو دون استخدامه، عليه أن يكون لديه أفق استثمار طويل الأجل، حتى إن كان اللاعب الذي يمارس

الألعاب الورقية لديه نموذج سليم يمكنه من الفوز، فلن يضمن له دائماً تحقيق النجاح بأولى ورقات اللعب التي ستوزع عليه. والأمر نفسه ينطبق على الاستثمار،

فكم مرة يرى المستثمرون أنهم قد اختاروا الشركة الصحيحة، لكن السوق قد تأخرت في مكافأتهم على هذا الاختيار؟

2. كن حذراً من استخدام الرافعة المالية. لقد حذر كل من " وارن بافيت " و " بن جراهام " بصوت عالٍ من خطر الاقتراض من أجل الاستثمار في سوق الأوراق المالية

(مع حساب الهامش). قد يتم طلب رأس المال المقترض بشكل غير متوقع في أسوأ توقيت ممكن. وإذا استخدمت نموذج كييلي في حساب الهامش، فمن الممكن أن

يضطرك هبوط أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية إلى بيع الأسهم الخاصة بك، ما يسبب لك خسارة استثمارك الذي كانت احتمالية ربحيته كبيرة.

3. إن الخطر الأكبر الذي يكمن في ممارسة الألعاب عالية الاحتمالات، هو خطر المبالغة في قيمة المضاربة، فإذا قررت أن نسبة نجاح عملية ما هي ٧٠٪، في حين أن

نسبة نجاحها في الحقيقة هي ٥٥٪، فإنك بذلك تعرض نفسك لخطر ما يطلق عليه إفلاس المضارب. والسبيل الوحيد لتقليل المخاطر هو تقليل قيمة المضاربة

باستخدام النموذج المعروف باسم نصف نموذج كييلي، أو نموذج كييلي الجزئي. وعلى سبيل المثال إذا كان نموذج كييلي يخبرك بأن تخاطر بنسبة ١٠٪ من رأس مالك،

فربما تختار أن تخاطر بـ ٥٪ (نصف نموذج كييلي)؛ فكل من نصف نموذج كييلي ونموذج كييلي الجزئي يقدمان إلينا هامش أمان في إدارة المحفظة المالية، وهذا

بالإضافة إلى هامش الربح الذي نطبقه في اختيار الأسهم الفردية، يزودنا بطبقة مزدوجة من الحماية.

ونظرًا إلى أن خطر المبالغة في قيمة المضاربة يفوق كثيرًا عقوبات تقليل قيمة المضاربة عن الحد المعتاد، فإنني أؤمن بأن كل المستثمرين، خاصة هؤلاء الذين يخطون

خطواتهم الأولى في استخدام إستراتيجية الاستثمار الانتقائي، لا بد أن يستخدموا نموذج كيلى الجزئي. ولكن لسوء الحظ، يؤدي تقليل قيمة المضاربة إلى تقليل

مكاسبك المحتملة كذلك. ونظرًا إلى أن العلاقة في نموذج كيلى هي علاقة قطعية مكافئة، فإن عقوبة تقليل قيمة المضاربة عن الحد المعتاد ليست صارمة؛ فنصف

نموذج كيلى الذي يقلل من حجم قيمة المضاربة الخاصة بك بنسبة ٥٠٪، يقلل كذلك معدل النمو المحتمل بنسبة ٢٥٪.

رأي مانجر في احتمالات الربح

في عام ١٩٩٤ قبل " تشارلي مانجر" الدعوة الموجهة إليه من الأستاذ الجامعي " جيلفورد بابكوك" لتقديم ندوة عن الاستثمار للطلبة في كلية إدارة الأعمال بجامعة

جنوب كاليفورنيا. وتطرق إلى الحديث عن العديد من الموضوعات، مثل "فن تحقيق الخبرة الحياتية"، كما أوضح - وهو خير من يوضح ذلك - رأيه بخصوص

الاحتمالات والاستمثال.

يقول: "إن النموذج الذي أفضله - كنوع من تبسيط فكرة ما يحدث في سوق الأوراق المالية فيما يتعلق بالأسهم العادية - هو نظام المراهنات المشتركة في حلبة

السباق"، ويستطرد قائلاً: "إذا ما توقفت وفكرت في هذا الأمر، فستجد أن نظام المراهنات المشتركة هو السوق؛ حيث إن كل المستثمرين يذهبون إلى هناك،

ويضاربون، وتتغير الاحتمالات وفقاً للشيء محل المضاربة. وهذا هو ما يحدث في سوق

واستطرد قائلاً: "إن أي شخص أبله يستطيع أن يدرك أن الحصان الذي يحمل ثقلاً خفيفاً، وله معدلات فوز رائعة، ووضوح جيد، إلخ، احتمالية فوزه أكبر كثيراً

من ذلك الحصان الذي له سجل أداء سيئ للغاية، ووزنه زائد، إلخ. لكننا إذا ما نظرنا إلى الاحتمالات، فسنجد أن الحصان السيئ سيحقق مردوداً بنسبة من ١:١٠٠،

في حين أن الحصان الجيد سيحقق مردوداً بنسبة من ٣:٢. ومن ثم فإنه ليس من الواضح أيهما يمثل الرهان الأفضل بالنظر إلى الإحصاءات؛ فالأسعار قد تغيرت بشكل كبير، ما يجعل من الصعب التغلب على هذا النظام" ٢١ .

إن تشبيه "تشارلي" سوق الأوراق المالية بحلبة السباق هو تشبيه رائع للمستثمرين، حيث يجذب المستثمرون في كثير من الأحيان إلى فرص النجاح الضعيفة التي

تحقق مردوداً هائلاً، ولكنها لسبب من أسباب عديدة لا حصر لها، لا تنهي السباق أبداً، أو في بعض الأحيان يختارون الفرصة المؤكد نجاحها دون النظر إلى الربح.

ويبدو لي أن الطريق الأكثر منطقية لتحقيق الأرباح في سباق الخيل، أو المضاربة في سوق الأوراق المالية، هو الانتظار حتى يظهر الحصان الجيد الذي له احتمالات

فوز مبشرة.

عنصر علم النفس

لقد قضى "أندرو باير" - الذي ألف العديد من الكتب عن سباقات خيول ثوروبريد - سنوات عديدة في مشاهدة الرهانات التي يقدم عليها مرتادو هذه السباقات،

ورأى الكثير من الأموال التي تمت خسارتها بسبب الاندفاع. ففي حلبة السباق، كما في أي مكان آخر، نجد أن عقلية المراهن تجعله ينتهج سلوكيات هوجاء، دون

أخذ وقت في التفكير فيما يقوم به من أفعال.

إن "باير" - الذي يدرك جيداً الرغبة النفسية في الدخول إلى اللعبة - ينصح اللاعبين بالالتزام بقواعد اللعبة بتقسيم إستراتيجيتها بين الرهانات الترفيهية والرهانات

الأساسية؛ فالرهانات الأساسية تخص اللاعبين الجادين، عندما يتحقق شرطان، وهما: (١) عندما تكون الثقة بقدرة الحصان على الفوز عالية، و(٢) عندما تكون

احتمالات الربح أكبر مما يجب أن تكون عليه. إن الرهانات الأساسية تستدعي دفع مبالغ كبيرة، أما بالنسبة إلى الرهانات الترفيهية، فإنها كما يوحي الاسم تخص

احتمالات الفوز البعيدة، والتخمينات التي تشبع الرغبة النفسية للعب. إنها عبارة عن رهانات صغيرة، ولا يسمح لها أبداً بأن تشغل حيزاً كبيراً من عملية المراهنات التي يقوم بها اللاعب.

ويقول "باير": "عندما يبدأ الشخص الذي يراهن على الخيل بإزالة الحواجز الفارقة بين الرهانات الأساسية والرهانات الترفيهية، فإنه يأخذ بذلك خطوة من شأنها

أن تؤدي حتماً إلى الرهان المندفع دون تحقيق أي توازن سليم بين ... الاختيارات القوية والضعيفة" ٢٢ .

من النظرية إلى التطبيق

دعونا الآن ننتقل من حلبة السباق، ونضع كل تلك النظريات بعضها إلى جانب بعض، ونطبقها بشكل عملي في سوق الأوراق المالية. إن التسلسل الفكري متشابه.

1. احسب الاحتمالات. هذا هو الاحتمال الذي يشغلك، وهو: ما احتمال أن تحقق الأسهام قيد النظر مرور الوقت عائداً اقتصادياً أكبر من سوق الأوراق المالية؟

2. ترقب أفضل الاحتمالات. تصب الاحتمالات في مصلحتك عندما يكون لديك هامش أمان كلما كان الموقف مبهمًا، زاد احتياجك إلى هامش الأمان. ويتم توفير

هامش الأمان في سوق الأوراق المالية بسعر منخفض . عندما تبيع الشركة التي تفضل أسهمًا بها بسعر أقل من قيمتها الذاتية، فإن هذا إشارة لك لتتحرك.

3. تكيف مع المعلومات الجديدة. علمك بأن عليك أن تنتظر حتى تصب الاحتمالات في صالحك، يوجب عليك أن تولي اهتمامًا دقيقًا في هذه الأثناء إلى ما تقوم به

الشركة، فهل بدأت الإدارة في التصرف على نحو غير مسئول؟ هل بدأت القرارات المالية في التغير؟ هل حدث شيء ما لتغيير المشهد التنافسي الذي تعمل الشركة وفقًا له؟ إذا كان الأمر كذلك، فإن الاحتمالات ستتغير على الأرجح.

4. قرر مقدار الاستثمار . من بين كل تلك الأموال المتاحة لديك لاستثمارها في السوق، ما النسبة التي يجب عليك تخصيصها في عملية شراء معينة؟ ابدأ بصيغة

كيلبي، ثم اتجه بعد ذلك إلى تخفيض هذا المقدار، واستخدم نصف نموذج كيلبي في المضاربة، أو نموذج كيلبي الجزئي في المضاربة.

قد يكون التفكير في الاحتمالات أمرًا جديدًا بالنسبة إليك، لكنه ليس من المستحيل أن تتعلم كيفية استخدامها، فإذا كانت لديك القدرة على تعليم نفسك التفكير

في الأسهم بهذه الطريقة، فإنك على الطريق الصحيح نحو امتلاك القدرة على الاستفادة من تجاربك الخاصة. وتذكر صفقة شراء "بافيت" شركة كوكاكولا عام

١٩٨٨، فلقد استثمر ثلث المحفظة المالية لشركة بيركشاير في هذه الشركة. وكانت كوكاكولا شركة متميزة تفوق اعتباراتها المالية المعدل المتوسط، وتبيع أسهمها

بسعر أقل كثيرًا من قيمتها الذاتية. ومثل هذه الفرص لا تحدث دائمًا في سوق الأوراق المالية، لكن عندما تلوح فرصة مثل هذه، فإن أولئك الذين يفهمون

الاحتمالات فهمًا جيدًا سيقدرون هذا الأمر، وسيعرفون ما الذي ينبغي لهم القيام به. فكما قال " تشارلي مانجر": "إن المستثمر الحكيم هو من يخاطر بقوة عندما

يتيح له العالم هذه الفرصة. إنهم يلقون بثقلهم الاستثماري عندما تكون الاحتمالات في صالحهم، وعندما لا يكون الأمر كذلك لا يفعلون، والأمر بهذه البساطة"

. ٢٣

مفهوم المستثمرين الانتقائيين في نظر جراهام ودود

في عام ١٩٣٤، وفي أثناء فترة الكساد الكبير، صدر كتاب رائع تحت عنوان لم يكن شائعاً جذاباً، وهو Security Analysis. لقد اشترك في تأليفه كل من " بنيامين

جراهام" و" ديفيد دود"، إذ عكفا على كتابته طيلة خمس سنوات، وحدث انقطاع عن الكتابة فترة؛ نظراً إلى ارتباطهما بالتدريس في جامعة كولومبيا، ولمساعدة

العملاء على التأقلم مع الآثار المترتبة على انهيار وول ستريت عام ١٩٢٩. قال "جراهام"، فيما بعد، إن التأخير كان من حسن حظهما؛ حيث إنه قد سمح لهما

بتضمين "الحكمة التي اكتسبها بعد خوض كثير من المعاناة" ٢٤. ويعد كتاب Security Analysis على الصعيد العالمي من كلاسيكيات كتب الاستثمار؛ فقد

استمر في طباعته حتى بعد الطبعة الخامسة، وبعد ٨٠ عاماً؛ فنحن لا نبالغ حين نبرز مدى تأثيره في عالم الاستثمار المعاصر.

وبعد ٥٠ عاماً من صدور الطبعة الأولى للكتاب، أقامت كلية إدارة الأعمال بجامعة كولومبيا ندوة لإحياء الذكرى السنوية له. وكان " وارن بافيت" - أحد أشهر

خريجي الكلية وأحد المؤيدين المعاصرين لنهج "جراهام" القائم على شراء الأوراق المالية عندما يكون سعر بيعها أقل من قيمتها الذاتية - قد دُعي ليخطب في

الحضور. وكان خطابه بعنوان " The

Superinvestors of Graham-and-Doddsville" وقد

أصبح خطابه في حد ذاته على القدر نفسه من الشهرة التي حظي

بها كتاب "جراهام" الذي كُتب المقال على شرفه ٢٥ .

وكان لا يزال معظم الحضور في ذلك اليوم عام ١٩٨٤ - ومن بينهم أساتذة الجامعات والباحثون وغيرهم من الأكاديميين - متمسكين بشدة بنظرية المحفظة المالية الحديثة وصحة فرضية السوق الكفاء، ولم يكن من المدهش رفض "بافيت" الشديد لهذه النظرية، وهدمه بمنتهى الهدوء في خطابه لتلك القاعدة التي قامت عليها نظرية السوق ذات الكفاءة.

وبدأ "بافيت" بتلخيص جوهر نظرية المحفظة المالية الحديثة، وهو أن سوق الأوراق المالية ذات كفاءة، وأن الأسهم مسعرة بشكل صحيح، ومن ثم يعد كل شخص يتمكن من التفوق على السوق عامًا بعد عام مجرد شخص محظوظ. ويقول ربما يكون الأمر كذلك، لكنني أعرف بعض الأشخاص الذين تمكنوا من تحقيق هذا الأمر، ولا يمكن تفسير نجاحهم بأنه تحقق بمحض المصادفة.

وشرع في توضيح الأدلة على ذلك، وكانت كل الأمثلة التي أوضحها في ذلك الوقت لأشخاص تمكنوا من التفوق على أداء السوق بمرور الوقت، ولم يتأت لهم ذلك من قبيل الحظ، ولكن نتيجة اتباعهم المبادئ التي تعلموها من المصدر ذاته، وهو: "بن جراهام"، وهم يقيمون جميعًا في "القرية الفكرية" التي أسسها "جراهام" و"دود".

وعلى الرغم من أنهم قد يكونون قد اتخذوا قرارات محددة بطريقة مختلفة، فإن "بافيت" يوضح أنهم مرتبطون بنهج مشترك يسعى إلى الاستفادة من التناقضات بين سعر السوق والقيمة الذاتية، حيث يقول: "لا حاجة لنا إلى أن نقول إن المستثمرين الذين كانوا يعملون وفقًا لنهج جراهام ودود لم يناقشوا معامل بيتا

(مقياس ارتباط سعر السهم بحركة السوق الإجمالية)، أو نموذج تسعير الأصول
الرأسمالية، أو التباين في العائدات؛ في الحقيقة لم تكن تهمهم مثل هذه
الموضوعات ولا تفيدهم في شيء، بل كان معظمهم يجد بعض الصعوبة في تعريف ماهية
هذه المصطلحات".

ففي إحدى المقالات المنشورة، التي كتبت استناداً إلى خطاب "بافيت" عام ١٩٨٤، ضمن
"بافيت" بعض الجداول التي توضح نتائج الأداء الرائع للمقيمين داخل

مدينة "جراهام" و"دود" ٢٦ ، لكن لم يكن منهج "جراهام" وحده فيما يتعلق باستثمار
القيمة هو الذي يجمع كل هؤلاء المستثمرين العظام، فقد كان كل من

هؤلاء المستثمرين - وهم " تشارلي مانجر"، و"بيل روين"، و"لو سيمبسون" - قد تمكنوا
من إدارة المحفظة المالية الانتقائية بنجاح، بالضبط كما فعل "بافيت"، كما

يمكننا أن نتعلم الكثير من خلال الاطلاع على سجل أدائهم، لكن قبل أن نبدأ هذا
الاستطلاع، دعونا نبدأ بأول مستثمر انتقائي على الإطلاق.

جون مينارد كينز

كثير من الناس يعرفون " جون مينارد كينز" لإسهاماته في النظرية الاقتصادية، لكن القليل
منهم يعرفون أنه مستثمر أسطوري عظيم، ويمكننا أن نكتشف براعته

في الاستثمار من خلال الاطلاع على سجل الأداء الخاص لصندوق الخزنة بكلية كينجز
كوليدج في جامعة كامبريدج، إنجلترا. قبل عام ١٩٢٠ كانت استثمارات كلية

الملك قد اقتصر على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت. وعندما عين "كينز" أمين
الصندوق الثاني في أواخر عام ١٩١٩، تمكن من إقناع الأمناء ببدء تأسيس صندوق

منفصل يحتوي فقط على أسهم عادية، وعملات، والسلع الآجلة، وسمي هذا الحساب
المنفصل ب"صندوق الخزنة". ومنذ عام ١٩٢٧ عندما تم تعيينه أمين

الصندوق الأول، حتى موته عام ١٩٤٥، تحمل "كينز" كامل المسؤولية عن هذا الحساب، وقد أبقى الحيازات به مركزة على القليل من الشركات. وفي عام ١٩٣٤ وهو

العام نفسه الذي نشر فيه كتاب Security Analysis ، كتب "كينز" إلى زميل له ليوضح له أسبابه، فيقول: من الخطأ أن تعتقد أن بإمكان أي شخص أن يحد من الخطر الذي يواجهه، من خلال الاستثمار بشكل كبير في العديد من الشركات التي لا يعرف عنها الكثير،

وليس لديه من الأسباب ما يبرهن على ثقته التي يضعها فيها ... إن معلومات أي شخص وخبراته محدودة بالتأكيد، ونادرًا ما يكون هناك أكثر من شركتين أو

ثلاث شركات أشعر، بشكل شخصي، بأنها تستحق أن أضع فيها كامل ثقتي في أي وقت ٢٧

وبعد أربع سنوات، أعد "كينز" تقريرًا كاملاً عن السياسة العامة لصندوق الخزانة، موضحًا مبادئه: 1. الاختيار الدقيق لعدد قليل من الاستثمارات مع مراعاة رخص ثمنها فيما يتعلق بقيمتها الذاتية، (كينز هو من يشدد على أهمية هذه الكلمة)، المحتملة والفعلية

على مدى السنوات المقبلة، وفيما يتعلق بالاستثمارات البديلة في ذلك الوقت.

2. التمسك الشديد بهذه الوحدات الكبيرة للغاية في السراء والضراء؛ الأمر الذي قد يمتد عدة سنوات، حتى تجني ثمارها، أو يتضح أنه قد تم شراؤها على أساس

قرار خاطئ.

3. وضع استثمائي متزن، (كينز هو من يشدد على أهمية هذه الكلمة)، يعني وجود مجموعة متنوعة من المخاطر على الرغم من كبر حجم الحيازات الفردية،

والمخاطر المتضادة إن أمكن ٢٨ .

وعلى الرغم من أنه لم يستخدم كلمة الانتقائي، فإنني أؤمن بأنه يتضح، من خلال سياسة "كينز" في الاستثمار، أنه كان مستثمرًا انتقائيًا. فقد قصر عن عمد

أسهمه على مجموعة مختارة، معتمدًا على تحليله الأساسي لتقدير قيمة اختياراته بالنسبة إلى سعرها. وكان يفضل أن يبقي معدل دوران محفظته المالية عند

معدلات منخفضة للغاية. وكان يهدف إلى تضمين "المخاطر المتضادة" من خلال إدخال مجموعة متنوعة من الأوضاع الاقتصادية التي تركز على الشركات عالية

الجودة التي يمكن التنبؤ بمسارها.

ما مدى جودة أداء "كينز"؟ خلال فترة رئاسته صندوق الخزانة، التي استمرت ثمانية عشر عامًا، حقق الصندوق متوسط عائد سنوي بلغ نحو ١٣.٢٪، في الوقت

الذي كانت فيه السوق في المملكة المتحدة تعاني حالة من الكساد بشكل كبير. عندما نأخذ في اعتبارنا أن هذه الفترة الزمنية قد اشتملت على فترة الكساد الكبير،

والحرب العالمية الثانية، يمكننا أن نقول إن أداء "كينز" كان أداءً فوق العادة.

وعلى الرغم من ذلك، فقد مر صندوق الخزانة ببعض الفترات العصيبة، فقد هبطت قيمته في ثلاث سنوات منفصلة (١٩٣٠-١٩٣٨-١٩٤٠) بشكل ملحوظ أكثر من

السوق المالية في المملكة المتحدة بشكل عام. ومن خلال مراجعة سجل الأداء الخاص بـ "كينز" في عام ١٩٨٣، علق اثنان من المحللين المعاصرين، قائلين: "من خلال

التقلبات الكثيرة التي حدثت في ثروة صندوق الخزانة، يتضح أنه لا بد من أنه كان أكثر تقلبًا من السوق" ٢٩. في الواقع إننا إذا ما قسنا الانحراف المعياري لصندوق

الخزانة، فسنجد أنه كان أكثر تقلبًا مرتين ونصف المرة من السوق العامة. لا يوجد شك في أن المستثمرين في هذا الصندوق واجهوا الكثير من العثرات، لكن

الصندوق تمكن من التفوق على السوق بدرجة كبيرة.

لكيلا تعتقد أن "كينز" بخلفيته الاقتصادية الكلية، كان يمتلك مهارات اختيار الوقت المناسب لطرح أو سحب الأوراق المالية من السوق، عليك أن تبدي المزيد من الانتباه لسياسته في الاستثمار. فقد كتب يقول: "لقد ثبت أننا غير قادرين على الاستفادة كثيراً من الحركة المنهجية المنتظمة لبيع وشراء الأسهم العادية ككل في مختلف مراحل الدورة الاقتصادية. ونتيجة هذه التجارب، أوضح أن فكرة التحول الكلي جاءت لأسباب مختلفة غير عملية، بل في الواقع غير مرغوب فيها. إن معظم من يحاولون فعل ذلك يبيعون بعد فوات الأوان، ويشترون بعد فوات الأوان، والقيام بالأمرين على حد سواء كثير جداً؛ ما يجعلهم يتكبدون نفقات باهظة، وتصبح لديهم عقلية مضاربة مضطربة للغاية، وإلى جانب ما سبق، فإنها إذا انتشرت على نطاق واسع، فستتسبب في ضرر اجتماعي خطير متمثل في زيادة حدة التقلبات" ٣٠ .

وينتج عن ارتفاع معدل الدوران التكلفة الباهظة، كما أنه يؤدي إلى تعزيز عقلية المضاربة المضطربة، ويجعل تقلبات السوق الإجمالية تزداد سوءاً. وهذا الأمر كان صحيحاً آنذاك، وهو صحيح الآن كذلك.

شراكة تشارلي مانجر

رغم أن أداء شركة بيركشاير هاثاواي يرتبط في العادة برئيس مجلس إدارتها، فإنه يجب علينا ألا ننسى أبداً أن نائبه " تشارلي مانجر " كان هو الآخر مستثمراً بارزاً،

ويقول "بافيت": "لقد تقابلت معه مصادفة عام ١٩٦٠، وأخبرته بأن مجال المحاماة هواية جيدة بالنسبة إليه، لكنه يستطيع أن يقوم بما هو أفضل من ذلك" ٣١ .

وكما تتذكرون من الفصل الثاني أن "مانجر" كان لديه مكتب محاماة ناجح في لوس أنجلوس، لكنه حول كل طاقاته تدريجيًا إلى شركة استثمار تحمل اسمه.

ويوضح "بافيت" الأمر قائلاً: "كانت محافظته المالية تتركز على عدد محدود للغاية من الأوراق المالية، ولذلك كان سجل أدائه يتسم بالكثير من التقلب، ولكنه كان

يعتمد على النهج نفسه القائم على الخصم من القيمة". لقد اتبع "تشارلي" في اتخاذ قراراته الاستثمارية المتعلقة بشركته نهج "جراهام" نفسه، وكان يبحث فقط

عن الشركات التي تباع بأقل من قيمتها الذاتية، ويضيف "بافيت" قائلاً: "لقد كان على أتم الاستعداد للقبول بالأداء المتذبذب صعودًا وهبوطًا بشكل كبير، كما أنه

شخص يتسم بعقلية تميل إلى التركيز" ٣٢ .

لاحظ أن "بافيت" لم يستخدم كلمة المخاطرة في وصفه أداء "تشارلي"؛ وذلك لأن استخدام التعريف المتفق عليه لكلمة المخاطرة وفقًا لما ورد في نظرية المحفظة

المالية الحديثة، حيث تتزايد المخاطر نتيجة تقلب الأسعار، يمكن أن يدفع البعض إلى قول إن شراكة "تشارلي" أقدمت على مخاطر بالغة خلال فترة وجودها في

السوق، التي استمرت مدة ثلاثة عشر عامًا. فقد كان الانحراف المعياري الخاص بها تقريبًا ضعف الانحراف المعياري الخاص بالسوق، ولكن التفوق على متوسط

العائد السنوي للسوق بمقدار ١٨ نقطة خلال تلك الفترة الزمنية كان إنجازًا لا ينم عن المخاطرة، ولكن ينم عن مستثمر داهية.

صندوق سيكويما الاستثماري

قابل "بافيت" "بيل روين" عام ١٩٥١، عندما كانا يحضران معًا محاضرة لـ "بن جراهام"، في جامعة كولومبيا، وكانت تدور حول تحليل الأوراق المالية. وظل

الصديقان على اتصال، وقد ظل "بافيت" على اطلاع على أداء "روين" الاستثماري عبر

السنوات، وكان شديد الإعجاب به. وعندما أغلق "بافيت" شركته الاستثمارية

عام ١٩٦٩، سأل "روين" عما إذا كان يريد أن يعمل في صناديق استثمارية يمتلكها بعض شركائه، وكانت هذه هي بداية صندوق سيكوي الاستثماري.

كان كلا الرجلين يعرف أنه من الصعب في ذلك الحين إنشاء صندوق استثمار مشترك، لكن "روين" مضى قدمًا في طريقه، ولم ييأس. انقسمت حينذاك سوق

الأوراق المالية إلى مستويين، وكانت معظم رءوس الأموال الجواله تنجذب إلى الشركات الخمسين المفضلة (وهي الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة)، ولا تلقي

بالأ للأسهم التي يقل سعرها عن القيمة الحقيقية لها، ولكن كما يوضح "بافيت" بأن الأداء النسبي لمستثمري القيمة في أوائل سبعينيات القرن العشرين كان

صعبًا للغاية، حيث يقول: "يسعدني أن أقول إن شركائي لم يستمروا في الاستثمار من خلاله فقط، بل حققوا أرباحًا ونتائج باهرة بشكل لافت للنظر" ٣٣ .

كان صندوق سيكوي الاستثماري رائدًا حقيقياً في مجاله، فقد كان صندوق الاستثمار المشترك الأول الذي تتم إدارته بناء على مبادئ الاستثمار الانتقائي، كما يوضح

السجل العام للحيازات الخاصة به أن "بيل روين" وشريكه "ريك كانيف" قد تمكنا في شركتهما روين وكانيف أند كومباني من إدارة محفظة استثمارية شديدة

الانتقائية، ذات معدل منخفض لدوران رأس المال. ففي المتوسط كان يتم استثمار ما يزيد على ٩٠٪ من أموال الصندوق في مجموعة تتكون من ست إلى عشر

شركات، حتى هذه الحالة، كان وسيظل التنوع الاقتصادي للمحفظة المالية واسعاً للغاية. فكثيراً ما أشار "روين" إلى أنه على الرغم من أن صندوق سيكوي

الاستثماري هو عبارة عن محفظة مالية انتقائية، فإنه دائماً ما يضم مجموعة متنوعة من الشركات المختلفة.

كان "روين" في مرحلة مبكرة متفرداً بين مديري الأموال؛ فبصورة عامة نجد أن معظم مديري الاستثمارات يجمعون محفظة مالية من الأسهم التي لا تختلف

كثيراً عن المؤشر الذي يقاس أداؤهم بناءً عليه، ويدرك مديرو المحافظ المالية ترجيحات المؤشر في قطاع الصناعة، ومن ثم يتجهون إلى ملء المحفظة المالية بالأسهم

التي تتناسب مع كل قطاع، أما في شركة روين وكانيف أند كومباني، فقد بدأ الشركاء بفكرة انتقاء أفضل أسهم ممكنة، ثم تركوا المحفظة المالية تتشكل حول هذا

الانتقاء.

إن اختيار أفضل أسهم ممكنة يتطلب بالطبع درجة عالية من البحث، وقد اكتسبت الشركة سمعة بأنها واحدة من أفضل الشركات في إدارة الأموال. فقد كان

رؤساؤها يتحاشون تقارير وول ستريت المبنية على آراء الوسطاء، وبدلاً من ذلك فهم يعتمدون على تحرياتهم الخاصة الشاملة، لقد قال "روين" ذات مرة: "إننا لا

نهتم كثيراً بالألقاب داخل شركتنا، لكن إذا فعلنا فإن بطاقة العمل الخاصة بي لن يكتب عليها سوى بيل روين، محلل بحثي".

ويوضح أن مثل هذا التفكير غير معتاد في وول ستريت، فيقول: "عادة ما يبدأ الأشخاص حياتهم العملية محللين، ولكنهم يطمحون في الحصول على ترقية إلى

منصب مرموق بشكل أكبر، وهو مدير محفظة مالية، لكننا على العكس من ذلك دائماً ما نؤمن بأنك إذا كنت مستثمراً طويلاً الأجل، فإن وظيفة المحلل هي غاية

في الأهمية، وستتبع إدارة المحفظة المالية بعد ذلك بصورة طبيعية" ٣٤ .

إلى أي مدى خدم هذا النهج المتميز مساهمي سيكويما؟ لقد حقق صندوق سيكويما الاستثماري منذ عام ١٩٧١ وصولاً إلى عام ٢٠١٣ عائداً سنوياً يصل في المتوسط إلى

١٤.٤٦٪، مقارنة بما حققه مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ الذي بلغ ١٠.٦٥٪.

ومثل بقية المحافظ المالية الانتقائية الأخرى، حقق صندوق سيكويما الاستثماري عائدات تفوق المتوسط في ظل أوقات عصيبة بعض الشيء. وكان الانحراف المعياري

للسوق خلال هذه الفترة نسبته هي ١٦.١٪، مقارنة بما حققه صندوق سيكويما الاستثماري، الذي بلغت نسبته ٢١.٢٪. وهؤلاء الذين يلتزمون بتعريف نظرية

المحفظة المالية الحديثة للمخاطر قد يستنتجون - كما هي الحال في شركة "مانجر" - أن صندوق سيكويما الاستثماري قد خاض الكثير من المخاطر من أجل تحقيق

ذلك العائد الزائد، لكن أولئك الذين يعترفون بالحرص والاجتهاد الذي يجسد الجهود البحثية لصندوق سيكويما الاستثماري سيكون من الصعب بالنسبة إليهم أن

يخلصوا إلى أن نهجه كان يقوم على المخاطرة الشديدة.

لو سيمبسون

خلال الوقت الذي بدأ فيه "وارن بافيت" الاستحواذ على أسهم شركة جيكو للتأمين على السيارات في أواخر سبعينيات القرن العشرين، حقق كذلك استحواذًا

آخر أثر بشكل مباشر في الصحة المالية لشركة جيكو. وكان اسمه "لو سيمبسون".

وقد عمل "سيمبسون"، الذي نال درجة الماجستير في الاقتصاد من جامعة برنستون، لدى كل من شركتي ستاين رو أند فارنام، وويسترين أسيت مانيجمنت قبل

أن يغريه "بافيت" بالانضمام إلى شركة جيكو عام ١٩٧٩. ويتذكر "بافيت" أن "لو" كان يمتلك الطبيعة المثالية للاستثمار، فقد كان مفكرًا مستقلًا، كان واثقًا

ببحثه الخاص، كما أضاف قائلاً: "إنه لا يجد متعة خاصة بالعمل مع فكر الجماعة أو ضده" ٣٥ .

لقد اكتسب "لو" سمعة كقارئ شره يتجاهل تقارير وول ستريت البحثية، ويركز على التقارير السنوية بدلاً من ذلك. وكانت عملية انتقائه للأسهم العادية مشابهة

طريقة "بافيت". فقد كان يشتري فقط الشركات ذات العائدات الكبيرة التي كانت تديرها إدارة جيدة، وتتاح بأسعار معقولة. وكانت هناك نقطة تشابه أخرى بين

"لو" و"بافيت"، وهي أنه يركز محفظته المالية على عدد قليل من الأسهم، فكانت محفظة جيكو التي تساوي مليار دولار تضم أقل من عشرة أسهم.

وبين عامي ١٩٨٠ و٢٠٠٤ حققت المحفظة المالية لشركة جيكو عائداً سنوياً بلغ متوسطه ٢٠.٣ مقارنة بالنسبة التي حققتها السوق، وهي ١٣.٥. وعلق "بافيت" على هذا

الأمر قائلاً: "لقد استثمر لو باستمرار في الأسهم العادية منخفضة القيمة التي من غير المحتمل أن تسبب له خسارة دائمة، كما أنها تخلو في مجموعها من المخاطر"

. ٣٦

ها نحن مرة أخرى نلاحظ حس المخاطرة لدى "بافيت"؛ فالأمر ليست له علاقة بتقلب أسعار الأسهم، بل باليقين بأن الأسهم الفردية سوف تحقق أرباحاً بمرور الوقت.

إن أداء "سيمبسون" وأسلوبه في الاستثمار يتناسبان بدقة مع طريقة "بافيت" في التفكير، ويقول "بافيت": "لقد نهج لو في استثماراته النهج التحفظي المركز نفسه

الذي ننتهجه نحن كذلك في شركة بيركشاير، وإنه من دواعي سرورنا أن ينضم إلى فريق العمل معنا. وهناك القليل من الأشخاص الذين أثق بهم، فأمنحهم حق

إدارة الأموال والشركات التي أمتلكها، لكننا سعداء بالعمل مع لو" ٣٧ .

من الواضح أن المستثمرين المتميزين في مدينة "بافيت"، ومن بينهم "بافيت" و"مانجر" و"سيمبسون"، ينتهجون نهجاً فكرياً مشتركاً في الاستثمار، فقد اتحدوا في

اعتقادهم أن الطريق للحد من المخاطر هو شراء الأسهم فقط عندما يكون هامش الأمان مرتفعاً (أي التناقض الإيجابي بين القيمة الذاتية للشركة، وسعر السوق

اليوم). إنهم يؤمنون أيضًا بأن تركيز محافظهم المالية حول عدد محدود من الأحداث عالية الاحتمال لا يعمل فقط على تقليل المخاطر، بل يساعد على إدراج العوائد التي تزيد كثيرًا على معدل عوائد السوق.

ولكن ما زال هناك بعض الأشخاص الذين لا يزالون في حالة من الشك، حتى عندما نشير إلى هؤلاء المستثمرين الانتقائيين الناجحين. ويتساءلون: هل كل هؤلاء

الأشخاص ناجحون بسبب علاقتهم المهنية الوثيقة بعضهم ببعض؟ فكما اتضح أن أصحاب هذه الأسهم يمتلكون أسهمًا مختلفة. فلم يكن "بافيت" يمتلك

الأسهم نفسها التي يمتلكها "مانجر"، ولم يكن "مانجر" يمتلك الأسهم نفسها التي يمتلكها "روين"، ولم يكن "روين" يمتلك الأسهم نفسها التي يمتلكها

"سيمبسون"، ولم يكن أحد يعرف عدد الأسهم الذي كان يمتلكه "كينز".

ثم يقول هؤلاء المتشككون إن هذا الأمر قد يكون صحيحًا، ولكنك قد عرضت خمسة أمثلة فقط لهؤلاء المستثمرين الانتقائيين، وأن خمس ملاحظات ليست كافية

للتوصل إلى استنتاج ذي مغزى من الناحية الإحصائية، وفي هذه الصناعة التي تضم الآلاف من مديري المحافظ المالية، حتى قصص النجاح الخمس هذه قد تم

انتقاؤها بشكل عشوائي تمامًا.

حسنًا هذا كلام معقول؛ ومن أجل أن نقضي على أية فكرة مفادها أن المستثمرين الخمسة في مدينة "بافيت" ليسوا أكثر من مجرد انحرافات إحصائية، فإننا

نحتاج إلى مزيد من الدراسة المتفحصية على نطاق أوسع. ولسوء الحظ يعتبر عدد المستثمرين الانتقائيين صغيرًا للغاية، فمن بين الآلاف من مديري المحافظ المالية

الذين يديرون الأموال، هناك عدد قليل منهم من يستطيع إدارة المحافظ المالية الانتقائية، وهكذا فإننا نواجه التحدي نفسه.

لقد واجهت المشكلة نفسها عندما كتبت كتاب

The Warren Buffett portfolio: Mastering the Power of the Focus Investing Strategy

(جون)

وايلي أند سونز (١٩٩٩). فلم يكن هناك القدر الكافي من المستثمرين الانتقائيين لعمل دراسة عليهم واستخلاص الاستنتاجات المهمة إحصائيًا، فما الذي فعلناه إذن؟

لقد دخلنا إلى معمل الإحصاء، وصممنا عالمًا مكونًا من ٣.٠٠٠ محفظة انتقائية ٣٨.

وباستخدام قاعدة بيانات كومبيوستات فيما يتعلق بعائدات الأسهم العادية، قمنا بفصل ٢٠٠ شركة تظهر بيانات قابلة للقياس، بما في ذلك الإيرادات والأرباح

والعائد على حقوق الملكية. ثم أعطينا أمرًا للكمبيوتر بالتجميع العشوائي من بين ١٢٠٠ شركة و١٢٠٠٠ محفظة مالية من مختلف الأحجام، وشكلنا أربع مجموعات من

المحافظ المالية:

1. ثلاثة آلاف محفظة مالية تحتوي على ٢٥٠ سهمًا.

2. ثلاثة آلاف محفظة مالية تحتوي على ١٠٠ سهم.

3. ثلاثة آلاف محفظة مالية تحتوي على ٥٠ سهمًا.

4. ثلاثة آلاف محفظة مالية تحتوي على ١٥ سهمًا، وهي مجموعة المحفظة المالية الانتقائية.

وقمنا بعد ذلك بحساب متوسط العائد السنوي لكل محفظة من المحافظ المالية في كل مجموعة على مدى ١٠ سنوات (١٩٨٧-١٩٩٦)، ثم قمنا بمقارنة عائدات

المجموعات الأربع التي تضم المحافظ المالية المختلفة بسوق الأوراق المالية بشكل عام (المعروف بمؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠) للمدة نفسها.

• من بين المحافظ المالية التي تحتوي على ٢٥٠ سهمًا، بلغ الانحراف المعياري ٠.٦٥٪، وكان أفضل عائد حققته محفظة مالية هو ١٦.٠٪ سنويًا، وأسوأ معدل هو ١١.٤٪.

• ومن بين المحافظ المالية ذات ال ١٠٠ سهم، بلغ الانحراف المعياري نحو ١.١١٪، وكان أفضل معدل هو ١٨.٣٪، وأسوأ معدل هو ١.٠٪.

• ومن بين المحافظ المالية ذات ال ٥٠ سهمًا، بلغ الانحراف المعياري ١.٥٤٪، وكان أفضل معدل هو ١٩.١٪، وأسوأ معدل ٨.٦٪.

• ومن بين المحافظ المالية ذات ال ١٥ سهمًا، بلغ الانحراف المعياري ٢.٧٨٪، وكان أفضل معدل هو ٢٦.٦٪، وأسوأ معدل هو ٦.٧٪.

ومن كل ما سبق، ظهرت نتيجة واحدة مهمة للغاية، ألا وهي: عندما نقلل عدد الأسهم في المحفظة المالية، نبدأ زيادة احتمالية توليد عائدات أعلى من معدل

عائدات السوق. ومن غير المدهش أننا قمنا في الوقت نفسه بزيادة احتمالية توليد عائدات منخفضة.

• ومن أجل دعم الاستنتاج الأول، وجدنا بعض الإحصاءات الرائعة في أثناء فرزنا البيانات: من بين ٣٠٠٠ محفظة مالية تحتوي على ٢٥٠ سهمًا، تمكنت ٦٣ منها من التفوق على السوق.

• من بين ٣٠٠٠ محفظة مالية تحتوي على ١٠٠ سهم، تمكنت ٣٣٧ منها من التفوق على السوق.

• من بين ٣٠٠٠ محفظة مالية تحتوي على ٥٠ سهمًا، تمكنت ٥٤٩ منها من التفوق على السوق.

• من بين ٣٠٠٠ محفظة مالية تحتوي على ١٥ سهمًا، تمكنت ٨٠٨ منها من التفوق على

في المحفظة المالية التي تضم ٢٥٠ سهمًا، هناك احتمال من ١-٥٠ للتفوق على السوق، وتزداد احتمالية التفوق على السوق في المحفظة المالية التي تضم ١٥ سهمًا بشكل كبير لتصل إلى احتمال من ١-٤.

وهناك اعتبار آخر مهم، وهو: إنني في هذه الدراسة لم آخذ بعين الاعتبار تأثير نفقات التداول، فمن الواضح أنه عندما يكون معدل دوران المحفظة المالية مرتفعًا، فإن التكاليف ترتفع كذلك. وتعمل هذه التكاليف على خفض العوائد للمستثمرين.

أما بالنسبة إلى الاستنتاج الثاني، فإنه ببساطة يعزز الأهمية البالغة للاختيار الذكي للأسهم، فليس من قبيل المصادفة أن كان المستثمرون المتميزون في مدينة

"بافيت" بارعين في اقتناء الأسهم. وإذا كنت تدير محفظة مالية استثمارية، ولم تكن لديك مهارات اقتناء الأسهم، فسيتضح أداؤك الضعيف بشكل كبير، لكنك

إذا نمت مجموعة من المهارات التي تؤهلك لاقتناء أسهم الشركات المناسبة، إذن يمكنك تحقيق عوائد ضخمة من خلال تركيز محفظتك المالية على أفضل أفكارك.

وعندما قمنا بفصل الـ ٣٠٠٠ محفظة انتقائية في المعمل الإحصائي منذ ١٥ عامًا مضت، كان ذلك تدريبًا بسيطًا ومباشرًا، ومنذ ذلك الحين تعمقت الأوساط الأكاديمية

أكثر في البحث في مفهوم الاستثمار الانتقائي، ودراسة أداء المحافظ المالية مختلفة الأحجام ودراسة أداء العائدات على مدى فترات زمنية أطول كثيرًا. وكان على

رأسها البحث الاستقصائي المستفيض الذي أجراه كل من "كي. جي. مارتين كيرمز" و"أنتي بيتاجيستو" على الاستثمار الانتقائي القائم على مفهوم سمياه "الحصة

وتمثل الحصة النشطة النسبة المئوية لحصة المحفظة المالية التي تختلف عن حيازات المؤشر المعياري الذي تقارن به المحفظة المالية. لقد أشير إليها في صورة نسبة مئوية، ولم يؤخذ في الاعتبار فقط معايير اختيار الأوراق المالية، ولكن أيضاً تمت مراعاة زيادة قيمة الأسهم، أو نقصانها في المحفظة المالية، مقارنة بالتقييم في المقياس المعياري. فوفقاً لكل من "كريمرز" و"بيتاجيستو"، فإن مديري المحافظ المالية ذات الحصة النشطة التي تبلغ نسبتها ٦٠٪، أو أقل، هم الأقرب لأداء المؤشر، وهذا يعني أن المحافظ المالية تشبه كثيراً المؤشر الذي تقارن نفسها به. والمحفظة المالية التي تبلغ نسبة الحصة النشطة بها ٨٠٪، أو أكثر، هي محفظة مالية تختلف تماماً عن المؤشر.

وقد قام كل من "كريمرز" و"بيتاجيستو" بحساب الحصة النشطة لصناديق الاستثمار المشتركة المحلية للأسهم العادية منذ عام ١٩٨٠ إلى عام ٢٠٠٣. وكانا قادرين على ربط الحصة النشطة بخصائص الصندوق، بما في ذلك الحجم، والنفقات، ومعدلات دوران رأس المال، والأداء. فماذا اكتشفا؟ لقد اكتشفا أن الحصة النشطة قد تمكنت من التنبؤ بأداء الصندوق. فصناديق الاستثمار ذات أعلى حصة نشطة، وهي الصناديق التي تختلف بشكل كبير عن المؤشر، تفوق أداؤها بشكل ملحوظ على معيار قياس الأداء الخاص بها، في حين أن تلك الصناديق ذات أقل حصة نشطة كان أداؤها أسوأ بشكل ملحوظ عن معيار القياس الخاص بها.

ومن المثير للاهتمام أن "كريمرز" أفاد بأنه في عام ١٩٨٠ كانت ٥٠٪ من صناديق الاستثمار المشتركة ذات رأس المال الكبير قد بلغت الحصة النشطة بها نسبة ٨٠٪ أو أكثر؛ وهذا يعني أن نصف عدد صناديق الاستثمار المشتركة لديها محفظة مالية كانت مختلفة بشكل كبير عن المعيار الخاص بها. أما اليوم، فتعتبر ٢٥٪ من

الصناديق المشتركة تقريبًا هي التي تعتبر نشطة بالفعل. ويقول "كريمز": "لقد أصبح كل من المستثمرين والمديرين أكثر إدراكًا لمعيار قياس الأداء، فإنك كمدير

تريد أن تتجنب أن تكون من بين فئة الـ ٢٠٪ أو الـ ٤٠٪ الأقل أداءً (من مجموعة أقرانك). والطريقة الأكثر أمانًا هي أن ترتبط بالمؤشر " ٤٠ .

ونظرًا إلى أن المستثمرين عادة ما يسحبون المال عند الأداء المتدني لصناديق الاستثمار المشتركة، فإن مديري المحافظ المالية بشكل متزايد يجعلون محافظهم المالية

تشبه إلى حد كبير أداء المؤشرات، ومن ثم التقليل بشكل كبير من تحقيق أداء متدنٍ عن المؤشر. وبالطبع كما تعلمنا أنه كلما كانت محافظتك المالية تشبه المؤشر،

قلت احتمالية تفوقك عليه. ومن المهم أن تتذكر أن أي مدير للمحفظة المالية تكون محافظته هذه مختلفة عن معيار قياس الأداء، حتى إن كان اختلافًا طفيفًا، هو

مدير محفظة مالية نشط. ويتبقى سؤال واحد، وهو: ما مدى نشاط محافظتك المالية؟

المقياس الحقيقي للقيمة

وفي ذلك الخطاب الشهير الذي ألقاه "بافيت" عن مدينة "جراهام" و"دود"، ذكر العديد من الأمور المهمة، وليس هناك ما هو أكثر عمقًا من الكلمات التالية، حيث

يقول: "في حالة أن سعر السهم يمكن أن يتأثر "بالقطيع" في وول ستريت من خلال تحديد الأسعار على الهامش من قبل أكثر الأشخاص الانفعاليين، أو

الجشعين، أو المحبطين، يصبح من الصعب المجادلة بأن السوق عادة ما تسعّر الأسهم بطريقة عقلانية. وفي الحقيقة غالبًا ما تكون أسعار السوق غير منطقية"

. ٤١

إنها كلمات عميقة نظرًا لما تقودنا إليه. فإذا ما تقبلنا فكرة أن الأسعار ليست دائمًا منطقية، فسننحصر من قلة التبصر التي نعانيها، ويقودنا هذا إلى النظر إلى

الأسعار باعتبارها الأساس الوحيد الذي نتخذ وفقه قراراتنا. وإذا ما تقبلنا أن فكرة أن سعر السهم ليس هو الأساس لكل شيء، فيمكننا أن نوسع من آفاقنا للتركيز على الأمور المهمة، مثل: البحث والتحليل المدروسين للأعمال الأساسية. إننا نريد بالطبع أن نكون على دراية بالأسعار، ومن ثم يمكننا أن نتعرف على الوقت الذي تنخفض فيه الأسعار عن القيمة، لكننا نحتاج إلى ألا نكون مقيدين بهذا المقياس أحادي البعد الذي قد يقودنا حقاً إلى الاتجاه الخاطئ.

إن إجراء هذا التحول ليس بالأمر السهل. فإن مجال عملنا بالكامل - الذي يشتمل على المديرين الماليين، والمستثمرين المؤسسيين، وجميع أنواع فرادى المستثمرين - يتسم بقصر النظر عندما يتعلق الأمر بالأسعار؛ حيث إننا نتوقع حدوث أمور جيدة بمجرد ارتفاع سعر سهم معين، وبمجرد أن يبدأ سعره في الهبوط، فإننا نتوقع حدوث أمور سيئة ونتصرف وفقاً لذلك.

إنها عادة ذهنية سيئة، وقد تتفاقم نتيجة عادة أخرى، مثل: تقييم أداء الأسعار خلال فترات قصيرة جداً من الوقت. كما يقول "بافيت"، ليس فقط إننا نعتمد على المقياس الخاطئ (وهو السعر)، ولكننا أيضاً عادة ما ننظر إليه عدة مرات خلال فترات متلاحقة، ونتسرع كثيراً في اتخاذ قرارات عندما لا يروق لنا ما نرى.

إن هذه الحماسة المزدوجة - التي يتسبب فيها عاملان رئيسيان هما العقلية القائمة على الأسعار، والعقلية قصيرة المدى - هي طريقة تفكير معيبة، وهي تظهر في كل مستوى من أعمالنا، فهذا هو ما يدفع بعض الناس إلى التحقق من الأسعار كل يوم، بل كل ساعة أحياناً، ولهذا فإن مؤسسات الاستثمار بمسئوليتها عن مليارات الدولارات، على أتم الاستعداد للشراء والبيع بمنتهى السهولة. وهذا هو السبب في أن مديري صناديق الاستثمار المشتركة يفرطون في بيع وشراء الأسهم في

المحفظة المالية للصندوق بمعدلات سريعة للغاية؛ فهم يشعرون بأن وظيفتهم أن يفعلوا ذلك.

ومن المثير للدهشة أن هؤلاء المديرين الماليين أنفسهم هم من يحثون عملاءهم على الحفاظ على هدوئهم عندما تتقلب الأمور، ويرسلون رسائل مطمئنة تنثني على

فضيلة مواصلة السير والمضي قدمًا. فلماذا إذن لا يمارسون ما ينصحون به الآخرين؟

ومن السهل بشكل خاص ملاحظة هذا التناقض في إدارة شئون صندوق الاستثمار المشترك؛ وذلك لأن أعمالهم موثقة بدقة، وتخضع لفحص دقيق من قبل

الصحافة المالية. ونظرًا إلى أن هناك الكثير من المعلومات المتاحة، ونظرًا إلى أن طبيعة صناديق الاستثمار المشتركة مألوفة للغاية ومفهومة جيدًا، فإنني أعتقد أنه

بإمكاننا أن نكتسب الكثير من المعلومات عن حماقة المقاييس التي تقوم على السعر من خلال النظر في كيفية عمل هذه المقاييس في صناديق الاستثمار المشتركة.

وقد أشار الكاتب المالي "جوزيف نوسيرا" إلى التناقضات بين ما يوصي به مديرو صناديق الاستثمار المشتركة المساهمون أي "الشراء والاحتفاظ"، وما يقوم به المديرون

في الواقع بمحافظهم المالية أي الشراء-البيع، والشراء-البيع، والشراء-البيع. ومن أجل التأكيد على صحة ملاحظاته باستخدام هؤلاء المديرين هذا المعيار المزدوج في

التعامل مع الأسهم، يستشهد "نوسيرا" بأحد الأقوال المقتبسة التي قالها "دون فيليبس"، الذي يعمل في مؤسسة مورنينجستار، وهي: "هناك تباين كبير بين ما

يفعله العاملون بمجال صناديق الاستثمار، وما يأمرن المستثمرين بفعله" ٤٢ .

ويصبح السؤال البديهي هو: إذا كان مديرو صناديق الاستثمار ينصحون المستثمرين بشراء الأسهم والاحتفاظ بها، فلماذا يقومون بشراء الأسهم وبيعها بشكل

محموم؟ إن الإجابة هي كما يقول "نوسيرا": "إن آليات العمل الداخلية في مجال صناديق

الاستثمار تجعل من المستحيل تقريبًا بالنسبة إلى مديري صناديق

الاستثمار النظر إلى ما وراء الأجل القصير " ٤٣ وماذا يفعلون ذلك؟ لأن العمل بصناديق الاستثمار المشتركة قد تحول إلى لعبة عقيمة قصيرة المدى، تدور حول من هو صاحب الأداء الأفضل، ويقاس ذلك تمامًا حسب السعر فقط.

وهناك اليوم ضغوط هائلة على مديري المحافظ المالية من أجل توليد الأرقام التي تشير إلى الأداء اللافت للنظر على المدى القصير، وتجذب هذه الأرقام الكثير من الانتباه. وتنشر كل ثلاثة أشهر صحف رائدة، مثل وول ستريت جورنال، وبارونز تصنيفات الأداء ربع السنوي لصناديق الاستثمار المشتركة. فنجد أن الصناديق التي

تبلي بلاء حسنًا في الثلاثة أشهر الأخيرة تتحرك إلى مقدمة القائمة، ويشيد بها المعلقون الماليون في التلفاز وفي الصحف كذلك، وتسرع في إصدار إعلانات التهنئة

الذاتية، والمقالات الترويجية، وتجذب كمًا هائلًا من الودائع الجديدة. والمستثمرون الذين كانوا ينتظرون معرفة أي من مديري الصناديق المشتركة ستكون له ما

يسمى باللمسة الذهبية، سينقضون على الفور على هذه التصنيفات. في الواقع تستخدم تصنيفات الأداء على نحو متزايد للفصل بين هؤلاء المديرين الذين ينظر

إليهم باعتبارهم مديرين موهوبين، والمديرين المتوسطين.

إن هوس التركيز على أداء السعر على المدى القصير - في حين أنه واضح للغاية في صناديق الاستثمار- لا يقتصر عليهم، بل يهيمن على التفكير في جميع جوانب

صناعة الاستثمار. إننا لم نعد نحيا في بيئة عمل يتم الحكم على أداء المديرين فيها على المدى الطويل، حتى هؤلاء الأشخاص الذين يعملون كمديرين لأنفسهم

يتأثرون بتلك الفروق البسيطة غير الصحية لتلك البيئة التي يعيشون فيها. لقد أصبحنا بشكل كبير واقعين تحت سيطرة آلة التسويق التي باتت لا تضمن أي شيء

سوى تحقيق أداءٍ متدِنٍ.

ويبدو أننا عالقون في دائرة مفرغة لا سبيل للخروج منها، ولكننا بالطبع تعلمنا أن هناك طريقة لتحسين الأداء الاستثماري وما يجب علينا أن نفعله الآن هو أن

نجد طريقة لقياس الأداء. والمفارقة العجيبة هي أن الإستراتيجية الأكثر احتمالاً أن تقدم عوائد فوق المتوسط بمرور الوقت يبدو أنها تتنافى مع الطريقة التي نحكم

بها على الأداء.

وفي عام ١٩٨٦ كتب "في. يوجين شاهان"، خريج كلية إدارة الأعمال بجامعة كولومبيا، ومدير المحفظة المالية بوحدة يو. إس. تراست مقالاً استكمالياً لمقال "بافيت"

الذي ورد بعنوان "The Super Investors of Graham-and-Doddsville Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive" ، وكان مقاله هذا بعنوان "The Super Investors of Graham-and-Doddsville Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive"؟

حيث يطرح "شاهان" السؤال نفسه الذي نسأله نحن الآن وهو: ما مدى دقة الحكم على مهارات مديري الأموال على

أساس الأداء على المدى القصير؟

لقد لاحظ - باستثناء "بافيت" نفسه - أن العديد من الأشخاص الذين وصفهم "بافيت" بأنهم "مستثمرون بارزون" وأنهم موهوبون وناجحون بشكل واضح لا يدع

مجالاً للشك؛ فقد مروا بفترات من الأداء السيئ على المدى القصير. وفيما يتعلق بتشبيه إدارة الأموال بقصة السلحفاة والأرنب يعلق "شاهان" قائلاً: "قد يكون من

العجيب أن المستثمرين الذين يهتمون بالأداء على المدى القصير قد يحققونه بشكل رائع للغاية، ولكن على حساب النتائج على المدى الطويل. لقد لوحظ في

السجلات المتميزة الخاصة بالمستثمرين المتميزين من سكان مدينة جراهام ودود عدم اهتمامهم الواضح بالأداء على المدى القصير " ٤٤ . ويوضح "شاهان" أنه في

سباق الأداء في صناديق الاستثمار المشتركة اليوم، قد تم تجاهل المستثمرين المتميزين في مدينة "جراهام" و"دود"، كما أن الأمر نفسه ينطبق على المستثمرين

المقيمين في مدينة "بافيت".

ونجد أن "جون مينارد كينز" الذي أدار صندوق الخزانة طيلة ١٨ عامًا قد سجل أداء أقل من السوق ثلث فترة رئاسته، فقد سجل أداء أقل من السوق في السنوات

الثلاث الأولى من توليه إدارته؛ الأمر الذي جعل السوق تتفوق عليه بمعدل ١٨ نقطة مئوية.

ونجد أن هذه القصة نفسها قد حدثت في صندوق سيكويما الاستثماري، حيث نجد أنه خلال فترة التقييم ربع السنوية قد سجل أداء أقل من السوق بمعدل ٣٧٪

من الوقت. وقد تعرض "روين" للمشكلة نفسها التي تعرض لها "كينز"، وهي مواجهة صعوبة في النجاح في تحقيق النمو، حيث يعترف بهذا الأمر قائلاً: "على مر

السنين كنا مؤهلين على نحو دوري لأن نكون ملوك الأداء الضعيف، حيث كانت لدينا رؤية غير واضحة لبدء صندوق سيكويما الاستثماري في منتصف عام ١٩٧٠،

وعانينا معاناة شديدة عندما حققنا أداءً أقل من مؤشر إس أند بي مدة أربع سنوات على التوالي". وبحلول أواخر عام ١٩٧٤ كان سيكويما قد سجل أداءً أقل كثيرًا

من السوق، بلغ حدته ليصل إلى ٣٦ نقطة مئوية. كما يضيف قائلاً: "لقد اختبأنا تحت مكاتبنا، ولم نجب هواتفنا، وتساءلنا إذا كانت العاصفة ستهدأ على

الإطلاق" ٤٥ . ولكن بالطبع هدأت العاصفة، فبعد سبع سنوات من إنشاء صندوق سيكويما، تمكن من تسجيل أداء أفضل بنسبة ٢٢٠٪ مقابل ٦٠٪ من أداء مؤشر

ستاندرد أند بورز.

حتى إن " تشارلي مانجر " نفسه لم يستطع أن يهرب من العقبات الحتمية للاستثمار الانتقائي، فوجد أنه على مدار ١٤ عامًا قد سجل " تشارلي " أداءً منخفضًا،

بمعدل ٣٦٪ من الوقت، وقد واجه كباقي المستثمرين الانتقائيين الآخرين فترات من الحظ السيئ على المدى القصير. فخلال الفترة من ١٩٧٢ حتى ١٩٧٤، حقق

"مانجر" أداءً أقل من السوق بمعدل ٣٧ نقطة مئوية. وعلى مدار ١٧ عامًا سجل "لو سيمبسون" أداءً أقل من السوق بمعدل ٢٤٪ من الوقت، فقد تسبب أداؤه

النسبي السيئ الذي حدث خلال فترة سنة واحدة في تخلفه عن السوق بمعدل ١٥ نقطة مئوية.

وبالتبعية لاحظنا اتجاهات الأداء نفسها عندما قمنا بتحليل ٣.٠٠٠ محفظة مالية انتقائية داخل معملنا الإحصائي. وما أدهشنا أنه من بين ٨٠٨ محافظ مالية تمكنت

من التفوق على السوق على مدار ١٠ سنوات، ٩٥٪ عانت من فترة طويلة من الأداء السيئ بلغت نحو ثلاث أو أربع أو خمس أو حتى ست سنوات من أصل ١٠

سنوات.

ما الذي قد يحدث في اعتقادك لكل من "كينز"، و"مانجر"، و"روين"، و"سيمبسون" إذا كانوا مديرين مبتدئين يبدأون حياتهم العملية في بيئة العمل الحالية التي

لا تقيم فقط إلا من خلال نتائج عام واحد فقط من الأداء؟

ولكن بتبني الحجة القائلة إنه باستخدام الإستراتيجية الانتقائية سوف يؤدي ذلك في أغلب الاحتمالات إلى فترات من الأداء الضعيف والسيئ، فكيف يمكننا أن

نعرف - فقط باستخدام الأداء السعري كمقياسنا الوحيد - ما إذا كنا أمام مستثمر واعد للغاية قد مر بعام من الأداء السيئ (أو ثلاثة أعوام من الأداء السيئ) ولكنه سيتحسن

على المدى الطويل، أم أننا أمام مدير ربما يفتقر إلى المهارات لكي يصبح مستثمرًا انتقائيًا
بارعًا؟

يمكننا أن نتخيل جيدًا ما قد يقوله " وارن بافيت"، حيث إن مغزى القصة واضح تمامًا
بالنسبة إليه، حيث يجب علينا أن نتخلى عن إصرارنا على استخدام السعر

باعتباره المقياس الوحيد للتقييم، كما يجب علينا أن نتخلص من العادة السيئة التي تقوم
على إصدار الأحكام على المدى القصير.

ولكن إن لم يكن السعر هو معيار القياس، فما المعايير الأخرى التي يجب علينا
استخدامها؟ "ليس هناك أي معيار على الإطلاق" ليست هي الإجابة الصحيحة.

حتى إن أصحاب إستراتيجيات شراء الأسهم والاحتفاظ بها لا يوصون بإبقاء عينيك
مغلقتين وتجاهل حقيقة الأمور. إن كل ما يجب علينا القيام به هو إيجاد معيار

آخر لقياس مستوى الأداء. ولحسن الحظ فهناك معيار واحد، وهو المعيار الأساسي الذي
يعتمد عليه "بافيت" في تقييم أدائه وأداء الشركات التابعة لشركة

بيركشاير هاثاواي.

وقد قال " وارن بافيت" ذات مرة: "إنني لا أهتم إذا أغلقت سوق الأوراق المالية عامًا أو
عامين، فإنها بطبيعة الحال تُغلق يومي السبت والأحد، وهذا لا يزعجني

على الإطلاق" ٤٦ . ومن الصحيح أن "سوق التداول النشط مفيد؛ حيث إنه يقدم إلينا
فردًا رائعًا، لكنه ليس أساسيًا على الإطلاق" ٤٧ .

ولكي تقدر قيمة هذه الجملة تمام التقدير، يجب عليك أن تفكر جيدًا فيما قاله " وارن
بافيت" بعد ذلك، وهو: "إن تعليق التداول في الأوراق المالية فترة طويلة لا

يزعجنا بقدر ما لا يزعجنا نقص عروض الأسعار الجديدة المقدمة للشركات التابعة
والمملوكة بالكامل لشركة بيركشاير، ففي النهاية يتعلق مصيرنا الاقتصادي

بالمصير الاقتصادي للشركات التي تمتلكها، سواء كنا نملكها بشكل جزئي في شكل أسهم أو بشكل كامل" ٤٨ .

وإذا كنت تمتلك شركة ما، ولم تكن هناك عروض أسعار يومية لتقييم أدائها، فكيف يمكنك تقييم التطور الذي أحرزته؟ فأنت على الأرجح ستقيس نمو الأرباح،

أو زيادة العائد على رأس المال، أو التحسن في هوامش التشغيل، وسوف تسمح بكل بساطة للأحوال الاقتصادية للشركة بأن تحدد لك ما إذا كنت تزيد أو تنقص

قيمة استثمارك؛ فوفقاً لعقلية "بافيت" فإن اختبار المصدقية لتقييم أداء شركة تداول عالمية لا يختلف كثيراً، حيث يوضح الأمر قائلاً: "أترك أنا وتشارلي الأسهم

القابلة للتداول لتخبرنا بمدى نجاح استثماراتنا من خلال نتائج التشغيل الخاصة بها، وليس من خلال عروض الأسعار اليومية، ولا السنوية. وقد تتجاهل السوق

نجاح أعمالنا فترة، ولكنها حتماً ستعترف بها في النهاية وتؤكدها" ٤٩ .

لكن هل يمكننا أن نعتمد على السوق لمكافأتنا على انتقاء أفضل الشركات؟ هل يمكننا إيجاد علاقة قوية للغاية بين الأرباح التشغيلية للشركة وسعر السهم فيها؟

يبدو أن الإجابة هي نعم بشرط أن يتوافر لدينا الأفق الزمني المناسب.

وعندما بدأنا تحديد مدى الترابط بين السعر والأرباح، باستخدام مجموعتنا المخبرية المكونة من ١٢.٠٠٠ شركة، عرفنا أنه كلما زادت الفترة الزمنية، صار ذلك الترابط

أقوى. فعند الاحتفاظ بالأسهم مدة ثلاث سنوات، فإن درجة الترابط بين سعر السهم والأرباح التشغيلية تتراوح بين ١٣١ و ٣٦٠. (وتعني العلاقة التي تصل درجة

الترابط فيها إلى ٣٦٠ أن نسبة التباين في السعر قد تم تفسيرها من خلال التباين في الأرباح، وعندما يتم الاحتفاظ بالأسهم مدة خمس سنوات، فإن درجة الترابط

بينهما تتراوح بين ٣٧٤ و ٥٩٩). وخلال فترة الاحتفاظ بالأسهم التي تصل إلى ١٠ سنوات،

فإن الترابط بين الأرباح وسعر الأسهم يزيد ليتراوح بين ٥٩٣ و ٦٩٥.

إن هذا يؤكد فرضية "بافيت"، وهي أنه بإعطاء وقت كافٍ، فإن سعر الشركة سوف يتوافق مع اقتصاديات الشركة، ولكنه يحذر من أن ترجمة الأرباح في صورة

أسعار الأسهم هي أمر "متفاوت" و"لا يمكن التنبؤ به"، ومع أن العلاقة بين الأرباح والسعر تقوى بمرور الوقت، فإنها ليست دائماً بعيدة النظر. ويوضح "بافيت"

الأمر قائلاً: "بينما تتبع القيمة السوقية قيمة الشركة بشكل جيد خلال فترة طويلة من الزمن، فقد تصبح العلاقة بينهما في أية سنة متذبذبة ومتقلبة" ٥٠. وقد

قدم إلينا "جراهام" الدرس نفسه، حيث يقول: "تعتبر السوق آلة تصويت على المدى القصير، وآلة تقييم على المدى الطويل" ٥١.

مجموعة متنوعة من معايير القياس

من الواضح أن "بافيت" ليس في عجلة من أمره للحصول على تأكيد من السوق بخصوص ما هو متأكد من صحته، حيث يقول: "إن السرعة التي يعترف بها بنجاح

الأعمال التجارية ليست مهمة، ما دامت القيمة الذاتية للشركة تزداد بمعدل مُرضٍ. في الحقيقة إن الاعتراف المتأخر بهذا النجاح قد يكون ميزة كبيرة؛ حيث إنه قد

يمنحك فرصة لشراء المزيد من الأسهم الجيدة بأسعار منخفضة" ٥٢.

ولمساعدة حملة الأسهم على تقدير قيمة الاستثمارات الكبيرة لشركة بيركشاير هاثاواي في الأسهم العادية، صاغ "بافيت" مصطلح الأرباح المدققة، وتتكون الأرباح

المدققة لشركة بيركشاير من الأرباح التشغيلية لشركاتها المجمععة (الشركات التابعة لها) والأرباح المحتجزة لاستثماراتها الكبيرة في الأسهم العادية، والاستقطاعات

التي يجب على شركة بيركشاير تخصيصها من أجل دفع الضرائب، إذا تم دفع الأرباح المحتجزة فعلياً.

وقد تم وضع مفهوم الأرباح المدققة في الأصل من أجل المساهمين بشركة بيركشاير، ولكنه يمثل أيضًا درسًا مهمًا للمستثمرين الانتقائيين الذين يبحثون عن وسيلة

لفهم قيمة محفظتهم المالية عندما تنفصل أسعار الأسهم عن الاقتصاديات الأساسية، وهو الأمر الذي يحدث من وقت لآخر، حيث يقول "بافيت": "لا بد أن يكون

هدف كل مستثمر أن ينشئ محفظة مالية (في الواقع، شركة) تحقق له أعلى قدر ممكن من الأرباح المدققة خلال عشر سنوات أو ما شابه ذلك من الآن" ٥٣ .

ووفقًا لما يقول "بافيت" فإنه منذ عام ١٩٦٥ وهو (العام الذي تولى فيه "بافيت" إدارة شركة بيركشاير هاثاواي) تمت الأرباح المدققة للشركة بمعدل مماثل تقريبًا

للقيمة السوقية لأوراقها المالية، مع أن الأرباح والأسعار لا يسيران بإيقاع موحد؛ حيث نجد أنه في العديد من الأوقات تسبق الأرباح الأسعار، وفي أوقات أخرى

تسبق الأسعار الأرباح، وما هو مهم أن نتذكره هو أن العلاقة تنجح مع مرور الوقت. وينصحننا "بافيت"، ويقول: "سيجبر اتباع نهج من هذا النوع المستثمرين على

التفكير في آفاق شركاتهم على المدى الطويل، بدلاً من التفكير في آفاق السوق على المدى القصير، وهو منظور من شأنه على الأرجح أن يحسن النتائج" ٥٤ .

وعندما يفكر "بافيت" في إضافة استثمارات جديدة، فهو يأخذ في اعتباره في البداية ما يملكه بالفعل؛ لكي يحدد ما إذا كان صفقة الشراء الجديدة هذه أفضل أم

لا. إن ما تمتلكه شركة بيركشاير اليوم هو معيار قياس اقتصادي يستخدم لمقارنة عمليات الاستحواذ الممكنة. ويؤكد "مانجر" على هذا الأمر، فيقول: "إن ما يقوله

"بافيت" هو أمر مفيد للغاية لأي مستثمر تقريبًا". ويضيف "تشارلي" قائلاً: "بالنسبة إلى الفرد العادي، يجب أن يكون أفضل شيء تمتلكه بالفعل هو معيار

القياس بالنسبة إليك". وما يأتي بعد ذلك هو أحد الأسرار المهمة لزيادة قيمة المحفظة

المالية، ولكن كثيرًا ما يغفل عنها الناس. ويضيف "تشارلي" قائلاً: "إذا كان

ذلك الشيء الجديد الذي تفكر في شرائه ليس أفضل من الشيء الذي تعرف أنه متاح لديك، إذن فإن هذا الشيء لا يتناسب مع معاييرك. وهذا من شأنه أن

يستبعد ٩٩٪ مما ترى" ٥٥ .

إنك تمتلك بالفعل تحت تصرفك معيارًا اقتصاديًا خاصًا بك، أي أداة قياس، إلى جانب ما تمتلكه الآن، كما يمكنك أن تحدد المعيار الاقتصادي الخاص بك بطرق

عدة مختلفة، وعلى سبيل المثال من خلال: الأرباح المدققة، أو العائد على حقوق الملكية، أو هامش الأمان. وعندما تشتري أو تباع سهم إحدى الشركات في

محفظتك المالية، فإنك بذلك تزيد أو تخفض من معيارك الاقتصادي؛ فمهمة مدير المحفظة المالية -الذي هو مالك الأوراق المالية على المدى الطويل، ويؤمن بأن

أسعار الأسهم في المستقبل ستتطابق في النهاية مع الاقتصاديات الأساسية - هي إيجاد طرق لزيادة معيارك الاقتصادي.

وإذا تمهلت وفكرت قليلًا، فستجد أن مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ هو أداة قياس، فهو يتألف من ٥٠٠ شركة، كل واحدة منها لديها العائد الاقتصادي الخاص بها.

ومن أجل التفوق على أداء مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ -أي ترفع معيار القياس هذا- فعلينا أن نجمع وندير محفظة مالية من شركات ذات اقتصاديات تتفوق على

المتوسط المرجح لاقتصاديات المؤشر.

ويقول "بافيت": "إذا كان نطاق الفرص المتاح أمامي مقصورًا على الشركات الخاصة في أوماها على سبيل المثال، فإنني سأحاول في البداية تقييم السمات

الاقتصادية لكل شركة من هذه الشركات على المدى الطويل. وثانيًا سأحاول تقييم مدى كفاءة الأشخاص المسؤولين عن إدارتها، وثالثًا سأحاول شراء أسهم في عدد

قليل من أفضل الشركات بسعر معقول. إنني لا أود بالطبع أن أمتلك حصة متساوية في كل الشركات الموجودة في المدينة. إذن لماذا يجب على شركة بيركشاير أن

تتبع مسارًا مختلفًا عند التعامل مع النطاق الأوسع من الشركات العامة؟ ونظرًا إلى أنه من الصعب إيجاد شركات كبيرة ومديرين متميزين، فلماذا يجب علينا

تجاهل المنتجات التي ثبتت فاعليتها؟ إن شعارنا هو: إذا ما حققت النجاح في البداية، فتوقف عن المحاولة" ٥٦ .

إن الاستثمار الانتقائي هو بالضرورة نهج استثماري على المدى الطويل. إذا كان علينا أن نسأل "بافيت" عما يعتبره فترة احتفاظ مثالية بالأوراق المالية، فإنه سيجيب

قائلًا: "إلى الأبد". ما دامت الشركة مستمرة في توليد معدلات اقتصادية فوق المتوسط، والإدارة توزع أرباح الشركة بطريقة عقلانية. ويوضح "بافيت" الأمر قائلًا: "إن الجمود في نظرنا هو سلوك ذكي، فلم نحلم نحن ولا معظم مديري الشركات بالتداول بشكل محموم في الشركات التابعة ذات الأرباح العالية؛ وذلك لأنه قد

تم توقع تغير بسيط في سعر الخصم في الاحتياطي الفيدرالي، أو لأن بعض خبراء وول ستريت قد غيروا وجهات نظرهم في السوق. فلماذا يجب علينا إذن أن

نتصرف بشكل مختلف مع مراكزنا التي تشكل أقلية في الشركات المتميزة؟" ٥٧ .

فإذا ما كنت تمتلك شركة ضعيفة، فإنك تحتاج بالتأكيد إلى سرعة التغيير، وإلا انتهى بك الأمر إلى امتلاك شركة ذات اقتصاديات دون المستوى لفترة طويلة من

الوقت، ولكن إذا كنت تمتلك شركة متميزة ورائعة، فإن آخر شيء تحتاج إلى القيام به هو بيعها.

قد يظهر هذا النهج الذي يميل إلى التراخي في إدارة المحافظ المالية لأولئك الذين اعتادوا بيع الأسهم وشراءها على أساس منتظم على أنه نهج معيب لا يمكن

الاعتماد عليه، ولكن قد تكون له فائدتان اقتصاديتان، بالإضافة إلى زيادة رأس المال بمعدل أعلى من المتوسط. فإنه يعمل على تقليل تكاليف المعاملات وزيادة

العائدات بعد خصم الضرائب. إن كل ميزة قيمة للغاية في حد ذاتها، أما إذا اجتمعت ميزتان معًا فإن فوائدهما تكون هائلة للغاية.

ومن خلال استعراض ٣٦٥٠ من صناديق الأسهم المحلية، اكتشفت مورنينجستار - وهي مؤسسة بحثية لصناديق الاستثمار المشتركة ومقرها شيكاغو - أن صناديق

الاستثمار ذات معدلات الدوران المنخفضة تولد عائدات كبيرة مقارنة بصناديق الاستثمار ذات معدلات الدوران المرتفعة. وقد أوضحت الدراسة التي أجرتها مؤسسة

مورنينجستار أن صناديق الاستثمار ذات معدلات الدوران الأقل من ٢٠٪ كانت قادرة على تحقيق عائدات بمعدل ١٤٪ أعلى من صناديق الاستثمار ذات معدلات

الدوران التي تزيد على ١٠٠٪.

وهذه واحدة من الآليات البديهية التي تكون واضحة وضحًا جليًا لدرجة أنها من السهل تجاهلها والتغافل عنها، وتكمن مشكلة ارتفاع معدل الدوران في أن

التداول يضيف تكاليف الوساطة إلى الصندوق، ما يؤدي إلى تقليل صافي العائدات الخاصة بك.

وباستثناء الحسابات غير الخاضعة للضريبة، تعد الضرائب هي أكبر النفقات التي يواجهها المستثمرون، وهي تفوق عمولات الوساطة وتكون أحيانًا أعلى من

معدل نفقات إدارة الصندوق. في الحقيقة لقد أصبحت الضرائب أحد الأسباب الرئيسية وراء توليد الصناديق عائدات منخفضة. ووفقًا لـ "روبرت جيفري" و"روبرت

أرنوت - وهما مؤلفا مقال بعنوان: "Is Your Alpha Big Enough To Cover Its Taxes"، الذي نشر في جريدة

جورنال أوف بورتوفوليو ماندجيمينت -

حيث كتبنا يقولان: "هذا هو الأمر السيئ، أما الأمر الجيد، فهو أن هناك إستراتيجيات للتداول يمكنها تخفيف حدة العواقب الضريبية التي يُغفل عنها عادة" ٥٨ .

وباختصار، إن الإستراتيجية الأساسية تنطوي على واحدة أخرى من هذه المفاهيم البديهية التي غالبًا ما تكون غير مقدرة حق قدرها، مثل: القيمة الكبيرة للأرباح

غير المحققة. عندما يرتفع سعر السهم ولا يباع، فإن الزيادة في القيمة تعتبر أرباحًا غير محققة، ولا تكون الضريبة على أرباح رأس المال مستحقة حتى يتم بيع الأسهم، فإذا ما تركت الأرباح كما هي، فإن أموالك تتضاعف بقوة كبيرة.

وبشكل عام كثيرًا ما يقلل المستثمرون من هذه القيمة الهائلة للأرباح غير المحققة، وهي ما يصفها "بافيت" بأنها "قرض من الخزانة دون فوائد". ومن أجل توضيح

وجهة نظره فإنه يطلب منا أن نتخيل ما سيحدث إذا قمنا بشراء استثمار ما قيمته دولار واحد، يتضاعف سعره كل عام، فإذا قمت ببيع هذا الاستثمار في نهاية

السنة الأولى، فستحصل على صافي أرباح يصل إلى ٠.٦٦ دولار، (بافتراض أنك في الشريحة الضريبية التي تمثل ٣٤٪). ولنقل إنك قد أعدت استثمار ١.٦٦ دولار،

وقد تضاعفت قيمتها بنهاية السنة الثانية، فإذا استمر هذا الاستثمار في التضاعف كل عام، واستمرت في البيع ودفع الضرائب وإعادة استثمار العائدات، فإنك

ستجني بنهاية السنة العشرين صافي أرباح يصل إلى ٢٥.٢٠٠ دولار بعد دفع الضرائب التي تصل إلى ١٣.٠٠٠ دولار. وإذا قمت بدلاً من ذلك بشراء استثمار يساوي

دولارًا واحدًا، ويتضاعف كل عام، ولا تبيعه حتى نهاية العام العشرين، فإنك ستحصل على ٦٩٢.٠٠٠ دولار بعد دفع الضرائب التي تصل تقريبًا إلى ٣٥٦.٠٠٠ دولار.

ولقد خلصت الدراسة التي أجراها "جيفري" و"أرنوت" إلى أنه من أجل تحقيق عائدات

مرتفعة بعد خصم الضرائب، فإن المستثمرين يحتاجون إلى الحفاظ على

متوسط المعدل السنوي لمحفظتهم المالية بنسبة تتراوح بين ٠ و ٢٠%. فما أفضل الإستراتيجيات التي تساعد على تحقيق معدلات دوران منخفضة؟ هناك نهجان

ممكنان، أولهما هو تأسيس صندوق استثمار مربوط بمؤشر ذي معدل دوران منخفض، أما النهج الآخر فهو تأسيس محفظة مالية انتقائية. ويقول كل من

"جيفري" و"أرنوت": "إن هذه النصائح تبدو مثل نصائح ما قبل الزواج، أي هي محاولة لتأسيس محفظة مالية تستطيع أن تتعايش معها فترة طويلة للغاية"

. ٥٩

وقبل أن ننهي هذا الفصل، من المهم للغاية أن تفكر بجدية فيما ينطوي عليه نهج الاستثمار الانتقائي: • لا تقترب من السوق إلا إذا كنت على استعداد للتفكير في الأسهم أولاً وأخيراً باعتبارها حصة ملكية جزئية في الشركات.

• كن مستعداً لكي تدرس بدقة أحوال الشركات التجارية التي تمتلكها، إلى جانب دراسة أحوال الشركات التي تنافسها، انطلاقاً من فكرة أنه لن يكون هناك أي شخص يعرف الكثير عن أحوال شركائك أكثر منك.

• لا تنشئ أبداً محفظة مالية انتقائية حتى تكون مستعداً للاستثمار مدة خمس سنوات على الأقل (ومن الأفضل أن تكون عشر سنوات).

• لا تجعل محفظتك المالية الانتقائية تحتوي على أسهم تم شراؤها بأموال مقترضة، فإن المحفظة المالية الانتقائية التي لا تحتوي على مثل هذه الأسهم ستساعدك

على تحقيق أهدافك بسرعة أكبر، وتذكر أن الطلب غير المتوقع للحصول على الهامش لرأس مالك من المحتمل أن يدمر المحفظة المالية المنسقة جيداً.

• تقبل ضرورة التحلي بالطبيعة والشخصية المناسبة؛ لكي تصبح مستثمراً انتقائياً.

إن هدفك كمستثمر انتقائي هو الوصول إلى مستوى من فهم طبيعة شركتك، ليس له مثيل في وول ستريت، فقد تحتج على أن هذا الأمر غير واقعي، لكن بالنظر إلى ما تروج له وول ستريت، ستكتشف أن هذا الأمر ليس صعبًا كما تتخيل، فوول ستريت تروج للأداء قصير المدى، مع التركيز على ما قد يحدث من ربح سنة إلى آخر، أما على النقيض، فإن مالكي الشركات أكثر اهتمامًا بالمزايا التنافسية على المدى الطويل للشركات التي يملكونها. وإذا كنت على استعداد للعمل بجدية في دراسة أحوال الشركات، فعلى الأرجح، ستعرف بمرور الوقت، المزيد عن الشركات التي تمتلك أسهمها أكثر مما يعرفه المستثمر العادي، وهذا هو كل ما تحتاج إليه لتكتسب ميزة.

وقد يقضي الكثير من المستثمرين بعض الوقت في الثرثرة "عما يحدث في السوق؟"، بدلًا من أن يكلفوا أنفسهم عناء قراءة التقرير السنوي، حيث سيكون تبادل أطراف الحديث في إحدى الحفلات عن التوجه المستقبلي لسوق الأوراق المالية، ونسبة الفائدة، أقل نفعًا من قضاء ٣٠ دقيقة في قراءة آخر المعلومات التي تزودك بها الشركة التي تستثمر فيها.

هل يبدو أن هذا الأمر يتطلب بذل الكثير من الجهد؟ إن الأمر أسهل مما تتخيل. لا توجد برامج كمبيوتر لتتعلمها، أو دليل مصرفي استثماري كبير الحجم تحاول فك طلاسمه. لست مضطرًا إلى أن تكون حاصلًا على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، وأن تكون مرجعًا في تقييم الشركات لكي تنتفع بالنهج الانتقائي، فلا يوجد أي شيء علمي عن تقييم الشركات، ومن ثم دفع سعر أقل من قيمة هذه الشركة.

ويقر "بافيت" بهذا قائلاً: "لست مضطرًا إلى أن تكون علامة في هذا المجال، إن الاستثمار ليس لعبة يهزم فيها الشخص الأكثر ذكاءً الشخص الأقل ذكاءً منه، إن

حجم عقل المستثمر وذكاءه هما أقل أهمية من قدرته على الفصل بين عقله وانفعالاته" ٦٠. إن تغيير الطريقة التي تتناول بها الاستثمار - والتي تتضمن كيفية

مضيك قدمًا وتعاملك مع سوق الأوراق المالية - سوف ينطوي على بعض التعديلات الانفعالية والنفسية. وعلى الرغم من أنك قد تقبل تمامًا الحجج الرياضية

الخاصة بالاستثمار الانتقائي، حتى إن رأيت أن آخرين ممن يتحلون بالذكاء الشديد قد نجحوا في هذا الأمر، فقد تظل تشعر ببعض التردد على الصعيد الانفعالي.

إن الهدف هو أن تضع الانفعالات في نصابها الصحيح، ويعد هذا الأمر سهلًا للغاية بالنسبة إليك إذا فهمت شيئًا من أساسيات علم النفس المستخدمة في تطبيق

طريقة " وارن بافيت"، وهذا يقودنا إلى الفصل التالي.

الفصل السادس: علم نفس الاستثمار

لقد كان أول استثمار قام به " وارن بافيت" في الأسهم العادية مخيبًا للآمال على الصعيدين المالي والنفسي. أظن أن بإمكاننا أن نلتمس له العذر؛ فقد كان حينها

فقط في الحادية عشرة من عمره. ربما تتذكر من الفصل الأول أن "بافيت" وشقيقته "دوريس" جمعا كل مدخراتهما واشتريا ما مجموعه ستة أسهم ممتازة من

شركة سيتيز سيرفيس بسعر ٣٨.٢٥ دولار للسهم. وبعد عدة أشهر، تم تداول السهم بسعر ٢٦.٩٥ دولار، أي هبط سعره بنسبة ٣٠٪.

أيضًا، وهو في مثل هذه السن الصغيرة، جمع "بافيت" المعلومات، ودرس السوق بدقة، وقد اشتمل في ذلك الوقت على تحليل الجداول البيانية للأسعار،

والاستفادة من الأسهم المفضلة لدى والده. وكانت "دوريس" لا تزال متأثرة جراء خسارة الأموال، فلم يمضِ يوم واحد دون أن تؤنب شقيقها الأصغر بشأن ما

حدث لاستثماراتها. وبمجرد أن استعادت الأسهم الممتازة بشركة سيتيز سيرفيس عافيتها،

وأصبح الوضع الاستثماري لهما جيداً، باع "بافيت" أسهم هذه

الشركة، ثم أخذ يراقب في ذهول ارتفاع سعر الأسهم في وقت لاحق إلى أكثر من ٢٠٠ دولار للسهم الواحد.

وعلى الرغم من هذه التجربة المؤلمة، فإن المحاولة الأولى لـ "بافيت" في سوق الأوراق المالية لم تكن مضيعة تامة للوقت؛ فلقد تعلم درسين مهمين، الأول هو قيمة

الصبر، والثاني أنه قد لا يكون للتغيرات قصيرة المدى في سعر الأسهم أية صلة بالقيمة، لكن قد تكون لها علاقة كبيرة بعدم الارتياح النفسي. وسوف ندرس في

الفصل التالي دور الصبر في الاستثمار على المدى الطويل، أما الآن فسندرس التأثير المدمر للتغيرات قصيرة المدى في سلوك المستثمر. إن هذا يقودنا إلى الغوص في عالم علم النفس الرائع.

هناك بعض الجوانب من الطبيعة الإنسانية تكون مشحونة بالعواطف، أكثر من علاقة الإنسان بالمال، وهذا الأمر مهم، خاصة عندما نتحدث عن سوق الأوراق

المالية. إن الكثير من الدوافع وراء القرارات التي يتخذها الأشخاص بشأن عمليات شراء الأسهم يمكن تفسيرها فقط بناءً على مبادئ السلوك البشري، ونظرًا إلى أن

تعريف السوق هو مجموعة القرارات الجماعية التي يتخذها مشترو الأسهم، فليس من المبالغة أن نقول إن السبب وراء ما يحدث في السوق من شد وجذب يرجع

إلى العوامل النفسية.

نقطة التقاء علم النفس والاقتصاد

إن دراسة الدوافع وراء تصرفاتنا هي أمر رائع للغاية، والأمر الأكثر إثارة للاهتمام بالنسبة إليّ هو أنها تلعب دورًا قويًا في عالم الاستثمار، ذلك العالم الذي تسيطر

عليه الأرقام الباردة والبيانات المجردة. وعندما يتعلق الأمر بقرارات الاستثمار، فإن سلوكنا

يبدو متقلبًا في بعض الأحيان، ومتناقضًا في كثير من الأحيان، وأحمق في أحيان أخرى.

والأمر المقلق بشكل خاص، وما يحتاج المستثمرون إلى فهمه، هو أنهم غالبًا ما يكونون غير مدركين قراراتهم السيئة. ومن أجل أن نفهم السوق والاستثمار فهما تمامًا، فإننا نعرف الآن أن علينا أن نفهم قراراتنا غير المنطقية. وتعد دراسة علم نفس سوء التقدير على القدر نفسه من القيمة للمستثمر، مثل تحليل كشف الميزانية وبيان الدخل.

وقد رأينا في السنوات الأخيرة ما يعتبر ثورة، وهو طريقة جديدة للنظر في المسائل المالية من خلال إطار السلوك البشري. يُعرف هذا المزج بين الاقتصاد وعلم النفس بعلم المالية السلوكي، وقد نزلت رويدًا من أبراجها العاجية في الجامعات، وصارت جزءًا أساسيًا في حوارات خبراء الاستثمار ... الذين إذا ما نظروا حولهم، فسيرون " بن جراهام " كأنه موجود بينهم.

مقابلة السيد سوق

لقد علم " بن جراهام " - الذي يعرف على نطاق واسع باسم أبي التحليل المالي - ثلاثة أجيال كيفية العمل في سوق الأوراق المالية لخريطة طريق رياضية، ولكن ما يتم التغافل عنه عادة هو تعاليم "جراهام" في علم النفس والاستثمار. وفي كتابيه Security Analysis والمستثمر الذكي 6 ، كرس "جراهام" مساحة كبيرة،

ليوضح كيف أن عواطف المستثمر هي التي تؤدي إلى التقلبات في سوق الأوراق المالية. لقد اعتبر "جراهام" أن سوق الأوراق المالية ليست هي ألد أعداء المستثمر، ولكن نفسه هي من تمثل له ذلك، فقد تكون لديهم قدرات فائقة في الرياضيات،

والمالية، والمحاسبة، لكن الأشخاص الذين لا يستطيعون التحكم في انفعالاتهم، لا يكونون مؤهلين للانتفاع من عملية الاستثمار.

وكما يوضح " وارن بافيت" وهو أشهر تلاميذه قائلاً: "هناك ثلاثة مبادئ مهمة في نهج جراهام". المبدأ الأول، وهو النظر إلى الأسهم باعتبارها شركات؛ "الأمر الذي

يمنحك وجهة نظر مختلفة تمامًا عن معظم الأشخاص الآخرين الذين يعملون في سوق الأوراق المالية"، أما المبدأ الثاني، فهو مفهوم هامش الأمان، الذي "يمنحك

ميزة تنافسية"، والمبدأ الثالث، هو التحلي بسلوك المستثمر الحق تجاه سوق الأوراق المالية. ويقول بافيت: "إذا ما تحليت بمثل هذا السلوك، فستسبق نسبة ٩٩٪

من الأشخاص الذين يعملون في سوق الأوراق المالية، وهذه ميزة عظيمة للغاية" ١ .

يقول "جراهام": "إن التحلي بسلوك المستثمر، هو مسألة تتعلق بالاستعداد على الصعيد المالي والنفسي لتقلبات السوق الحتمية صعودًا وهبوطًا؛ فالأمر لا يتعلق

فقط بمجرد الوعي الذهني بأن هناك هبوطًا سيحدث في السوق، ولكنه يتعلق بتحليه بالاستقرار النفسي المطلوب للتعامل مع هذا الأمر عند حدوثه؛ فمن وجهة

نظر "جراهام" فإن رد الفعل المناسب للمستثمر تجاه الانخفاض، هو رد فعل صاحب الشركة نفسه عندما يُعرض عليه سعر غير مقبول: وهو تجاهل الأمر. ويقول

"جراهام": "إن المستثمر الحق نادرًا ما يضطر إلى بيع أسهمه، وله الحرية، في الأوقات الأخرى، في تجاهل العروض الحالية للأسعار" ٢ .

ولكي يتمكن "جراهام" من إيصال فكرته، خلق شخصية مجازية أطلق عليها اسم "السيد سوق"، إن قصة "السيد سوق" المعروفة هي درس رائع عن كيفية تخلي

سوق الأوراق المالية عن العقلانية بشكل دوري، والسبب وراء ذلك.

تخيل أنك أنت و"السيد سوق" شريكان في شركة خاصة، ففي كل يوم دون توقف يحدد

"السيد سوق" سعر الأسهم الذي يكون مستعدًا وفقًا له لشراء حصتك
أو بيع حصته لك.

إن الشركة التي يمتلكها كل منكما محظوظة لامتلاكها سمات اقتصادية مستقرة، لكن
تحديد "السيد سوق" أسعار الأسهم ليس له علاقة بالاستقرار؛ ف"السيد

سوق" غير مستقر نفسيًا، ففي بعض الأيام يشعر فيها بالبهجة، ويرى أن الأيام المقبلة
أفضل، فيحدد سعرًا مرتفعًا للغاية لأسهم شركتك، وفي بعض الأوقات

الأخرى تجده يشعر بالإحباط، ويرى أن الأيام المقبلة لا تحمل سوى الصعاب، فيحدد
سعرًا منخفضًا للغاية للأسهم.

وكما يقول "جراهام": "لدى السيد سوق سمة أخرى محببة؛ فهو لا يجد غضاضة في أن
يتم ازدراؤه، فإذا ما تم تجاهل الأسعار التي حددها السيد سوق، فإنه

يعود مجددًا في الغد بسعر جديد". يحذر "جراهام" من أن محفظة نقود "السيد سوق"
هي التي تفيد، وليس حكمته. فإذا ما ظهر "السيد سوق" في حالة من

الحمق، فلك مطلق الحرية في أن تتجاهله، أو أن تستغله، لكن الكارثة ستحل إذا ما
وقعت تحت تأثيره.

لقد مر أكثر من ٦٠ عامًا من اختراع "بن جراهام" شخصية "السيد سوق"، ولكن أخطاء
الحكم التي حذرنا "جراهام" منها ما زالت قائمة معنا حتى الآن، فما زال

المستثمرون يتصرفون بشكل غير عقلائي، وما زال الخوف والجشع متفشين داخل سوق
الأوراق المالية، وما زالت الأخطاء الحمقاء شائعة حتى اليوم، وتدور

حولها الكثير من المناقشات. وإلى جانب الحكم الجيد على الأمور في سوق العمل، يحتاج
المستثمرون إلى فهم كيفية حماية أنفسهم من العاصفة الانفعالية التي

يطلق لها "السيد سوق" العنان. ولكي تتمكن من القيام بذلك، يجب علينا أن نتعرف على

علم المالية السلوكي

إن علم المالية السلوكي هو دراسة استقصائية تسعى إلى توضيح أوجه القصور في السوق من خلال استخدام النظريات النفسية، وعندما لاحظ الأكاديميون ارتكاب

الأشخاص بعض الأخطاء الحمقاء، وقيامهم بافتراضات غير منطقية في أثناء التعامل مع شئونهم المالية، بدأوا التعمق في البحث عن المفاهيم النفسية لشرح

التفكير اللاعقلاني لدى الآخرين. إنه مجال دراسة جديد نسبيًا، لكن ما نتعلمه هو أمر رائع، فضلًا عن أنه مفيد للغاية للمستثمرين الأذكياء.

فرط الثقة

أوضح علماء النفس أن الأخطاء في الحكم على الأمور تحدث نتيجة الثقة المفرطة لدى الآخرين، فلتطلب من مجموعة كبيرة من الأشخاص أن يصفوا مهاراتهم في

قيادة السيارة، وستجد أن الغالبية العظمى منهم ستقول إن مهاراتهم تفوق المتوسط. وإليك مثالًا آخر: يعتقد الأطباء أن بإمكانهم تشخيص الالتهاب الرئوي بثقة

تبلغ ٩٠٪، في حين لا يكون تشخيصهم صحيحًا إلا بنسبة ٥٠٪ من الوقت. ويقول "دانيال كانيمان"، أستاذ علم النفس والشئون العامة بكلية وودرو ويلسون

للشئون العامة والدولية بجامعة برنستون والحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد ٣ : "إن أحد أصعب الأمور التي يمكن أن يتصورها أي شخص هي أن ذكاه أقل

من المتوسط"، ولكن الواقع الأليم هو أنه لا يمكن للجميع أن يكونوا أفضل من المتوسط.

إن الثقة ليست سيئة في حد ذاتها، لكن فرط الثقة مسألة أخرى؛ حيث من الممكن أن يكون مدمرًا، خاصة عندما نتعامل مع شئوننا المالية، فالمستثمرون الذين

يعانون فرط الثقة لا يتخذون قرارات سخيفة تضرهم هم فحسب، بل إن تلك القرارات تؤثر تأثيرًا كبيرًا في السوق ككل.

والمستثمرون بصفة عامة واثقون تمام الثقة بأنهم أذكي من أي شخص آخر، وأن لديهم ميلًا إلى المبالغة في تقدير مهاراتهم ومعرفتهم، إنهم يعتمدون على

المعلومات التي تؤكد ما يؤمنون به، ويتجاهلون المعلومات المخالفة لذلك. بالإضافة إلى ذلك، إن العقل يعمل من أجل تقييم أية معلومات متاحة بسهولة بدلًا من

البحث عن معلومات غير معروفة كثيرًا. وعادة ما يترسخ لدى المستثمرين ومديري الأموال اعتقاد أنهم يمتلكون معلومات أفضل، ومن ثم فإن بإمكانهم أن

يربحوا بالتغلب بذكائهم على المستثمرين الآخرين.

وفرط الثقة يوضح سبب اتخاذ الكثير من مديري الأموال قرارات خاطئة؛ حيث إنهم يستمدون الشعور بالثقة الشديدة من تلك المعلومات التي يجمعونها،

ويظنون أنهم صائبون أكثر مما هم في الحقيقة. إذا كان الجميع يظنون أن معلوماتهم صحيحة، وأنهم يعرفون بعض المعلومات التي لا يعرفها غيرهم، فإن

النتيجة المترتبة على ذلك هي حدوث قدر كبير من التداول.

انحياز في ردة الفعل المفرطة

أحد أهم الأسماء في مجال علم المالية السلوكي هو "ريتشارد ثالر"، أستاذ العلوم السلوكية والاقتصاد، الذي انتقل من جامعة كورنيل إلى جامعة شيكاغو بهدف

وحيد، وهو البحث في السلوك المنطقي للمستثمرين، وقد أشار إلى العديد من الدراسات الحديثة التي تظهر أن الأشخاص يعلقون أهمية كبيرة للغاية على

الأحداث العارضة؛ ظناً منهم أنهم يستكشفون اتجاهًا ما، حيث يميل المستثمرون على وجه الخصوص إلى التركيز على المعلومات الأخيرة التي تلقوها والاستقراء

منها؛ ولذلك فإن آخر تقرير عن الأرباح يصبح في أذهانهم إشارة إلى الأرباح المستقبلية، ومن ثم فإنهم يتخذون قرارات سريعة، استنادًا إلى التفكير السطحي؛

وانطلاقًا من اعتقادهم بأنهم يرون ما لا يراه الآخرون.

إن فرط الثقة يلعب دورًا هنا بالطبع، حيث يؤمن الأشخاص بأنهم يفهمون البيانات أكثر من الآخرين، ويفسرونها على نحو أفضل، لكن الأمر ينطوي على ما هو

أكثر من ذلك، وتزيد حدة فرط الثقة بسبب رد الفعل المفرط، فقد علم متخصص السلوك أن الأشخاص يميلون إلى المبالغة في رد الفعل إزاء الأخبار السيئة،

والتصرف بهدوء إزاء الأخبار الجيدة، ويطلق علماء النفس على هذا الأمر اسم انحياز في ردة الفعل المفرطة. ومن ثم إذا كانت تقارير الأرباح قصيرة الأجل سيئة،

تكون الاستجابة النموذجية للمستثمر مفاجئة ومتهورة، مع ما يرافقها من أثر سيئ حتمي في أسعار الأسهم. وقد وصف "ثالر" المستثمرين الذين يميلون إلى

التشديد المفرط على المدى القصير بأنهم مصابون بـ "قصر النظر"، كما يعتقد أن المستثمرين سيكونون أفضل حالًا إذا لم يتسلموا أية بيانات شهرية.

ومن أجل توضيح أفكاره بخصوص "رد الفعل المفرط"، وضع "ثالر" تحليلًا بسيطًا، حيث أخذ جميع الأسهم في بورصة نيويورك وبادلها وصنفها حسب الأداء على

مدى السنوات الخمس السابقة. وفصل أفضل ٣٥ سهمًا من حيث الأداء، وهي (التي ارتفعت أكثر في السعر)، وأسوأ ٣٥ سهمًا من حيث الأداء، وهي (التي

انخفضت أكثر في السعر)، وأنشأ محافظ افتراضية من الأسهم السبعين، ثم احتفظ بهذه المحافظ مدة خمس سنوات متتالية، ولاحظ أن "الأسهم الخاسرة"

تفوقت على " الأسهم الرابحة" بنسبة ٤٠٪ من الوقت. ويعتقد "نالر" أنه في العالم الحقيقي يوجد عدد قليل من المستثمرين ممن يمتلكون الشجاعة لمقاومة

المبالغة في رد الفعل عند ظهور أول علامة على هبوط الأسعار، ما كان سيضيع عليه الفوائد عندما بدأت الأسهم الخاسرة تتحرك في الاتجاه الآخر ٤ .

إن الانحياز في ردة الفعل المفردة كمفهوم قد تم فهمه منذ فترة، ولكنه قد تفاقم في السنوات القليلة الماضية نتيجة التكنولوجيا الحديثة. فقبل ظهور الإنترنت

والبرامج الإخبارية المالية التي تذاع على قنوات التليفزيون ذات الاشتراك الخاص، كان معظم المستثمرين نادراً ما ينظرون إلى أسعار الأسهم، ربما كان بإمكانهم

التحقق من بيان السمسرة في نهاية كل شهر، وفحص النتائج ربع السنوية بعد كل ثلاثة أشهر، ثم جدولة أدائهم السنوي في نهاية كل عام.

أما اليوم، ومع التقدم في تكنولوجيا الاتصالات، فقد تمكن المستثمرون من البقاء على اتصال مستمر بسوق الأوراق المالية، ومكّنت أجهزة المحمول الأشخاص من

فحص محافظهم المالية في أثناء استقلالهم السيارة، أو القطار، كما يمكنهم متابعة أدائهم في أثناء الذهاب إلى الاجتماعات، أو الخروج منها، أو في أثناء الوقوف

في طابور انتظار الدفع. إن حسابات الوساطة عبر الإنترنت يمكن أن تخبرك بمدى جودة أداء محافظتك المالية منذ جرس الافتتاح، كما يمكن لهذه الحسابات أن

تحسب لك الأداء النسبي للعوائد خلال يوم، أو خمسة أيام، أو عشرة أيام، أو بشكل شهري، أو ربع سنوي، أو سنوي. باختصار يمكن للمستثمرين أن يتابعوا

أسعار أسهمهم كل ثانية في ساعات اليوم الأربع والعشرين.

هل هذا الهوس المستمر في التركيز على أسعار الأسهم أمر مفيد للمستثمرين؟ لدى "ريتشارد نالر" إجابة واضحة عن هذا السؤال. إنه يحاضر كثيراً في المؤتمر

السلوكي تحت رعاية المكتب القومي للأبحاث الاقتصادية، وفي كلية جون. إف. كينيدي للدراسات الحكومية بجامعة هارفارد، وهو دائماً ما يضمن كلامه هذه

النصيحة، حيث يقول: "فلتستثمر في الأسهم، ثم لا تتفقد بريدك" ٥. وقد نضيف إلى تلك النصيحة قائلين: "ولا تتفحص جهاز الكمبيوتر الخاص بك، أو هاتفك

الخلوي، أو أي جهاز آخر كل دقيقة".

كراهية الخسارة

عندما وبخت "دوريس بافيت" أختها الأصغر بخصوص استثمارهما في الأسهم الممتازة بشركة سيتيز سيرفيس، كان هذا دليلاً واضحاً على أنه كان من الصعب

عليها تحمل القلق المرتبط بانخفاض أسعار الأسهم، لكن دعونا لا نكون قاسين جداً على "دوريس" فقد كانت تعاني حالة نفسية تؤثر في ملايين من المستثمرين كل

يوم. إنها تسمى كراهية الخسارة، وهي في رأبي العقبة الوحيدة الأكثر صعوبة التي تمنع معظم المستثمرين من تطبيق نهج " وارن بافيت" في الاستثمار بنجاح.

لقد تم اكتشاف هذه الحالة النفسية منذ ٣٥ عاماً، بواسطة اثنين من العمالقة في هذا المجال، وهما "دانيال كانيمان" الحاصل على جائزة نوبل، وقد ذكرناه في

وقت سابق في هذا الفصل، و"عاموس تفيرسكي"، أستاذ علم النفس بجامعة ستانفورد. لقد كان هذان الرجلان اللذان تعاونوا معاً منذ زمن طويل، مهتمين

بنظرية صنع القرار.

وفي عام ١٩٧٩ كتب كل من "كانيمان" و"تفيرسكي" ورقة بحثية بعنوان "نظرية الاحتمال: تحليل اتخاذ القرار في ظل المخاطر"، التي ستصبح فيما بعد الورقة

البحثية الأكثر استشهاداً بها على الإطلاق في جريدة إيكونوميترিকা، تلك المجلة الاقتصادية الأكاديمية المرموقة. وحتى هذه اللحظة كانت نظرية المنفعة التي تتعلق

بصنع القرار التي انتشرت على يد "جون فون نيومان" و"أوسكار مورجنستيرن" في كتابهما
Theory of Games and Economic Behavior (مطبعة
جامعة

برنستون ١٩٤٤)، هي العقيدة المقبولة في الاقتصاد. وتنص نظرية المنفعة على أنه يجب
ألا تهم كيفية عرض البدائل للشخص الذي يتخذ قرارًا ما، بل ما يهم حقًا هو
أن يفعل هذا الشخص ما فيه مصلحته. على سبيل المثال إذا عرض عليك لعبة نسبة الفوز
فيها ٦٥٪، ونسبة الخسارة ٣٥٪، فيجب على الشخص الذي يتبع نظرية
المنفعة أن يلعب هذه اللعبة؛ لأن مجموع نتائجها إيجابي.

ونظرية المنفعة متأصلة في الرياضيات، إنها النهج المثالي لاتخاذ قرارات في العالم
النموذجي، ونظرًا إلى أن "كانيمان" و"تفيرسكي" كانا عالمي نفس، ولم يكونا رجلي
اقتصاد؛ لذا لم يكونا متأكدين من هذا الأمر. لقد أمضيا حياتهما المهنية في دراسة أخطاء
محددة في الحكم البشري، وقد تعلمنا أن الأفراد يقيمون المكاسب
والخسائر بطريقة مختلفة، ووفقًا لنظرية المنفعة يتم تعيين القيمة على الأصل النهائي، أما
بموجب نظرية الاحتمال لكل من "كانيمان" و"تفيرسكي"، فإن القيمة
تصنف بشكل فردي إلى مكاسب وخسائر. وقد تمكن كل من "كانيمان" و"تفيرسكي" من
إثبات أن الأشخاص لا يتطلعون إلى الثروة النهائية كما تقول نظرية
المنفعة، بل إنهم يركزون على المكاسب والخسائر المتزايدة التي تسهم في تكوين ثروتهم
النهائية، وأهم اكتشاف في نظرية الاحتمال هو إدراك أن الأشخاص يكرهون
الخسارة. وفي الحقيقة تمكن كل من "كانيمان" و"تفيرسكي"، حسابيًا، من إثبات أن
الأشخاص يندمون على الخسارة أكثر من ترحيبهم بالمكاسب المماثلة، بمعدل
مرتين إلى مرتين ونصف المرة أكثر.

وبعبارة أخرى نستطيع أن نقول إن ألم الخسارة أكبر من متعة المكسب؛ فقد أظهرت العديد من التجارب أن الأشخاص يحتاجون إلى ضعف الشعور الإيجابي

للتغلب على شعور سلبي واحد، حتى في الرهانات التي تتساوى فيها احتمالية الريح والخسارة، وتتساوى فيها كذلك الصعاب، فإن معظم الأشخاص لن

يخاطروا بأي شيء ما لم يكن الربح المحتمل ضعف الخسارة المحتملة.

ويعرف هذا الأمر باسم كراهية الخسارة اللامتناظرة؛ حيث يكون للنواحي السلبية تأثير أكبر من النواحي الإيجابية، فهي جزء أساسي في علم النفس البشري.

وعند تطبيق ذلك على سوق الأوراق المالية، فإن هذا يعني أن شعور المستثمرين بالحزن لما خسروه من أموال يعادل ضعف فرحهم بما ربحوه. وتأثير كراهية

الخسارة على اتخاذ القرارات التي تتعلق بالاستثمار واضح للغاية، وهو عميق كذلك. إننا جميعاً محتاجون إلى أن نؤمن بأننا اتخذنا قرارات جيدة، وللحفاظ على

رأينا الجيد عن أنفسنا، فإننا نتمسك بالخيارات السيئة فترة طويلة للغاية، على أمل واهٍ بأن الأمور سوف تتحسن، وبعدم بيع أسهمنا الخاسرة، لن نضطر إلى

مواجهة إخفاقاتنا أبداً.

إن كراهية الخسارة تجعل المستثمرين متحفظين بشكل مبالغ فيه، فالمشاركون في خطط التقاعد ٤٠١(ك) الذين لا تزال آفاقهم الزمنية تمتد إلى عقود، ما زالوا

يحتفظون بمبالغ مالية كبيرة من أموالهم المستثمرة في سوق السندات. لماذا؟ لأن الشعور بالكراهية الشديدة للخسارة هو فقط الذي يستطيع أن يجعل أي شخص

يخصص استثماراته بمثل هذا التحفظ، ولكن كراهية الخسارة يمكن أن تؤثر فيك بشكل مباشر أكثر من ذلك، بأن تجعلك تتمسك بشكل غير عقلائي بالأسهم

الخاسرة. فلا يود أحد أن يعترف بارتكابه الأخطاء، فإذا لم تبع أخطاءك (أي الأسهم)، فمن

المحتمل أن تهدر أنت مكاسب كان يمكنك أن تجنيها من إعادة

الاستثمار بذكاء.

المحاسبة العقلية

لقد حالف "ريتشارد ثالر" الحظ بالدراسة والتعاون مع "كانيمان" و"تفيرسكي"، بالإضافة إلى العديد من الأكاديميين الآخرين في مجال علم المالية السلوكي، ولقد

كتب العديد من المقالات عن صنع القرار، ويمكن قراءة العديد منها في كتابه الشهير

بعنوان

Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies Of Economic

Life (فري بريس

١٩٩٢). ومع ذلك فقد اشتهر "ثالر" بمقاله الذي كتبه عام ١٩٩٥ بعنوان:

Myopic Loss Aversion and the Equity Risk

Premium ، وقد شارك تأليفه مع "شلومو

بينارتزي"، أستاذ جامعي ورئيس مشارك بمجموعة صنع القرار السلوكي بكلية أندرسون

لإدارة الأعمال بجامعة

كاليفورنيا بلوس أنجلوس. وفي مقالهما أخذ "ثالر" و"بينارتزي" كراهية الخسارة المذكورة

في نظرية الاحتمال لكل من "كانيمان" و"تفيرسكي" وربطها بسوق الأوراق

المالية بشكل مباشر.

وقد أثار أحد الأسئلة المحورية حيرة كل من "ثالر" و"بينارتزي"، وهو: لماذا يفضل أي

شخص لديه آفاق زمنية طويلة الأجل أن يمتلك سندات على أن يمتلك أسهمًا،

في حين أنه يعرف أن الأسهم هي التي تتفوق في الأداء دائماً؟ ويريان أن الإجابة تركز على

مفهومين أساسيين لدى "كانيمان" و"تفيرسكي". المفهوم الأول هو كراهية

الخسارة، وهو المفهوم الذي تناولناه بالفعل؛ أما المفهوم الثاني فيسمى بالمحاسبة العقلية،

الذي يصف الطرق التي يستخدمها الأشخاص لترجمة النتائج المالية،

وهو يشير إلى عادتنا لتغيير وجهة نظرنا في المال، كلما تغيرت الظروف المحيطة بنا، فنحن نميل من الناحية العقلية إلى وضع المال في "حسابات" مختلفة، وهو الأمر الذي يحدد كيف نفكر في استخدامه.

وسنوضح هذا الأمر من خلال هذا المثال البسيط، لتخيل أنك قد عدت إلى البيت من فورك بعد أن قضيت سهرة مع زوجتك، وأخرجت محفظتك لتدفع تكاليف

جليسة الأطفال، فاكتشفت أن الدولارات العشرين التي ظننت أنها بمحفظتك غير موجودة؛ لذا وأنت تصطحب جليسة الأطفال إلى منزلها تتوقف عند آلة

الصرف الآلي، وتحصل على عشرين دولارًا أخرى، ثم تكتشف في اليوم التالي أن العشرين دولارًا التي بحثت عنها في البداية كانت في جيب سترتك.

وإذا كنت مثل معظم الأشخاص، فستشعر حينها بالسعادة، فقد وجدت الدولارات العشرين في سترتك، على الرغم من أن العشرين دولارًا الأولى والثانية،

كليهما، من حسابك البنكي، وتمثلان مالاً بذلت جهدًا في كسبه، فإن الدولارات العشرين التي تمسك بها في يدك تمثل مالاً لم تتوقع أن تمتلكه، وتشعر بالحرية

في إنفاقه على أمور تافهة كما تحب.

مرة أخرى يقدم لنا "ريتشارد ثالر" تجربة أكاديمية مثيرة للاهتمام لإثبات هذا المفهوم. يبدأ دراسته بمجموعتين من الأشخاص، حيث يتم إعطاء الأشخاص في

المجموعة الأولى ٣٠ دولارًا نقدًا، ويتم إخبارهم بأن لديهم خيارين وهما: (١) أن يضعوا الأموال في جيوبهم، وأن ينصرفوا، (٢) أن يلقوا بالعملة في الهواء، فإذا ما

ربحوا وكان تخمينهم صحيحًا، حصلوا على تسعة دولارات إضافية، وإذا خسروا خُصم منهم تسعة دولارات. خاض معظمهم (٧٠٪ من المجموعة) المغامرة،

ووافقوا على إلقاء العملة وتخمين النتيجة؛ حيث إنهم تصوروا أن بإمكانهم على أقل تقدير الفوز بـ ٢١ دولارًا كأنه مال عثروا عليه، أما هؤلاء الذين في المجموعة

الثانية فقد عرض عليهم خيار آخر مختلف، وهو: (١) يمكنهم إلقاء العملة في الهواء، فإذا ما ربحوا وكان تخمينهم صحيحًا، فسيحصلون على ٣٩ دولارًا، وإذا ما

خسروا فسيحصلون على ٢١ دولارًا، (٢) يمكنهم الحصول على ٣٠ دولارًا دون الحاجة إلى إلقاء العملة في الهواء وتخمين النتيجة. وكانت النتيجة أن قرر أكثر من

نصفهم (٥٧٪ من المجموعة) أن يحصلوا على المال المضمون. لقد كانت كلتا المجموعتين في موقف يمكنها من كسب المبلغ نفسه من المال مع وجود الاحتمالات

نفسها، لكنهما نظرنا إلى الوضع بشكل مختلف ٦ .

إن النتائج واضحة: إن الطريقة المناسبة التي نقرر الاستثمار من خلالها، والطريقة التي نختار بها إدارة هذا الاستثمار تتعلق إلى حد كبير بطريقة تفكيرنا في الأموال.

وعلى سبيل المثال، نجد أن المحاسبة العقلية توضح سببًا آخر لعدم إقدام المستثمرين على بيع الأسهم ذات الأداء السيئ، وهو: أنهم يعتقدون أن الخسارة لا

تصبح حقيقية إلى حين اتخاذ إجراء بشأنها. إنها تساعدنا كذلك على فهم قدرتنا على تحمل المخاطر؛ فمن المحتمل إلى حد كبير أن نخاطر في حالة حصولنا على

مال مكتسب لم نبذل فيه جهدًا.

كراهية الخسارة قصيرة المدى

لم ينته "تالر" و"بينارتزي" عند هذا الأمر، فقد تذكر "تالر" اللغز المالي الذي اقترحه للمرة الأولى الحاصل على جائزة نوبل "بول سامويلسون". ففي عام ١٩٦٣ سأل

"سامويلسون" أحد زملائه ما إذا كان مستعدًا لقبول الرهان التالي، وهو: فرصة بنسبة ٥٠٪ لربح ٢٠٠ دولار، أو فرصة بنسبة ٥٠٪ لخسارة ١٠٠ دولار. وحسبما يقول

"سامويلسون" فإن زميله رفض العرض الأولي، ولكنه بعد ذلك أعاد النظر فيه؛ حيث قال إنه مستعد بكل سرور لأن يخوض هذه اللعبة، فإذا كان بإمكانه أن

يلعب ١٠٠ مرة، ولم يكن عليه أن يشاهد كل نتيجة فردية. فإن الاستعداد لخوض اللعبة بموجب مجموعة جديدة من القواعد أثار فكرة لدى "ثالر" و"بينارتزي".

لقد كان زميل "سامويلسون" مستعدًا لقبول اللعبة وفق شرطين، وهما: إطالة الأفق الزمني للعبة، وتقليل عدد المرات التي يتوجب عليه فيها مشاهدة النتائج.

وبنقل هذه الملاحظة إلى مجال الاستثمار، استنتج كل من "ثالر" و"بينارتزي" أنه كلما احتفظ المستثمر بالأصول فترة أطول، أصبحت الأصول أكثر جاذبية لديه، في حال ما لم يتم تقييم الاستثمار بشكل متكرر.

وعند تحليل تاريخ عوائد الاستثمار، وجدنا أن الغالبية العظمى من العوائد على المدى الطويل هي نتيجة ٧٪ فقط من مجموع أشهر التداول، أما عوائد الـ ٩٣٪

المتبقية، فتقترب من الصفر تقريبًا ٧. ومن ذلك يتضح أن تقييم الأداء خلال فترات قصيرة يزيد من فرص رؤيتك الخسارة في محفظتك المالية، فإذا ما تفحصت

محفظةك المالية يوميًا، فهناك احتمال متساوٍ بأنك ستعرض لخسارة. ولن تتحسن الاحتمالات كثيرًا إذا مددت فترة التقييم إلى شهر.

لكنك إن لم تتفحص محفظتك المالية كل يوم، فسوف تكون بمنأى عن الشعور بالقلق العميق لمتابعتك تذبذب السعر يوميًا، فكلما استعرضت محفظتك على

فترات طويلة، قلت مشاهدتك تقلبات الأسعار، ومن ثم تصبح اختياراتك أكثر جاذبية. وبعبارة أخرى، إن العاملين اللذين يسهمان في الاضطراب الانفعالي

للمستثمرين هما كراهية الخسارة وفترة التقييم المتكررة. وقد صاغ "ثالر" و"بينارتزي" مصطلح كراهية الخسارة قصيرة المدى؛ ليعكس الجمع بين كراهية الخسارة

وفترة التقييم المتكررة.

وقد سعى كل من "ثالر" و"بينارتزي" إلى تحديد الإطار الزمني المثالي، ونحن نعرف أنه على مدى الفترات القصيرة، تتقلب أسعار الأسهم أكثر من أسعار السندات،

كما نعرف أيضًا أننا إذا كنا مستعدين لتمديد الفترة التي نقيس فيها هذه التغيرات في أسعار الأسهم، فإن الانحراف المعياري لعائدات الأسهم سينخفض. وما يريد

"ثالر" و"بينارتزي" معرفته كان هو: ما طول المدة التي يحتاج فيها المستثمرون إلى الاحتفاظ بالأسهم دون مراجعة أدائهم؛ ليصلوا إلى نقطة اللامبالاة بکراهية الخسارة قصيرة المدى للأسهم مقابل السندات؟ الإجابة هي: عام واحد.

لقد فحص "ثالر" و"بينارتزي" العائدات، والانحراف المعياري، واحتمال العائد الإيجابي للأسهم خلال ساعة، ويوم، وأسبوع، وشهر، وسنة، و ١٠ سنوات، و ١٠٠

سنة، ثم قاما بعد ذلك بتوظيف دالة المنفعة استنادًا إلى معامل كراهية الخسارة ل"كانيمان" و"تفيرسكي" قدره (٢) (المنفعة = احتمالية زيادة الأسعار - احتمالية

الانخفاض ٢×). وبناء على العملية الحسابية، فإن معامل النفعية الانفعالي لا يبلغ رقمًا إيجابيًا حتى تصل إلى فترة زمنية فعلية تصل إلى عام. وكثيرًا ما كنت

أتساءل ما إذا كان تفضيل "وارن بافيت" لأن تفتح سوق الأوراق المالية للتداول مرة واحدة في العام يتوافق مع النتائج النفسية لكراهية الخسارة قصيرة المدى.

ويرى "ثالر" و"بينارتزي" أنه يجب علينا في أي وقت نتحدث فيه عن كراهية الخسارة أن نأخذ في الاعتبار مدى التكرار الذي يتم من خلاله حساب العوائد. فإذا قام

المستثمرون بتقييم محافظهم المالية على مدى فترات أقصر وأقصر، فسيتضح أنهم سيكونون أقل انجذابًا إلى تقلب الأسهم، ويوضح "ثالر" و"بينارتزي" الأمر

قائلين: "إن كراهية الخسارة حقيقة من حقائق الحياة، وعلى النقيض، فإن تكرار التقييم

هو اختيار من المفترض أنه يمكن تغييره، على الأقل من حيث المبدأ" ٨ .

عقلية القطيع

إن أحد الفخاخ النفسية الأخرى التي قد يقع فيها المستثمرون هو إغراء اتباع ما يفعله الآخرون، سواءً أكان منطقيًا أم لا. وقد نسميها عقلية القطيع المعيبة.

وكمثال على عقلية القطيع، حيوان اللاموس، وهو نوع من أنواع القوارض الصغيرة، الذي ينتمي إلى منطقة التندرا، ويشار إليه لنزوحه الجماعي إلى البحر. في

الفترات العادية ينتقل حيوان اللاموس خلال فترة الهجرة في فصل الربيع بحثًا عن الطعام ومأوى جديد، لكنَّ هناك شيئًا غريبًا يحدث كل ثلاث أو أربع سنوات.

فنظرًا إلى ارتفاع معدلات التكاثر وانخفاض معدلات الوفاة، تزداد أعداد حيوانات اللاموس زيادة كبيرة. وبمجرد أن تتضخم أعدادها، تبدأ حيوانات اللاموس في

حركة غير منتظمة في الظلام، وما تلبث تلك المجموعة الجريئة في التحرك في وضح النهار. وعندما تواجهها الحواجز يزداد عدد اللاموس في المجموعة حتى يدفعها

الخوف والذعر إلى الاندفاع عبر الحاجز، أو القفز من فوقه. وعندما تزداد حدة هذا السلوك فإن حيوانات اللاموس تبدأ تحدي الحيوانات الأخرى التي كانت

تتجنبها عادة. ومع أن العديد من حيوانات اللاموس تموت نتيجة الجوع، والافتراس، والحوادث، فإن معظمها يصل إلى البحر، وهناك يغوصون ويسبحون حتى

يموتوا من الإرهاق.

إن سلوك حيوان اللاموس غير مفهوم تمامًا، ولدى علماء الحيوان نظرية بهذا الشأن، حيث يعتقدون أن هذه الهجرة الجماعية تحدث بسبب التغير في الإمدادات

الغذائية و/أو الظروف العصبية؛ فالازدحام والمنافسة بين حيوانات اللاموس قد يؤديان إلى تغير هرموني، يؤدي بدوره إلى تغير في السلوك.

لماذا يتبع الكثير من المستثمرين عقلية القطيع؟ لكي يساعدنا "بافيت" على فهم هذا الأمر، نشر واحدة من قصص "بن جراهام" المفضلة في التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي عام ١٩٨٥.

فقد قابل أحد المنقبين عن البترول أحد الحكماء الذي أبلغه بأخبار سيئة: "إنك لست مؤهلاً لأن تسكن هنا في هذا المجمع، فإنه مليء بالمنقبين عن البترول، وليس هناك أي مكان شاغر يمكننا أن نسكنك فيه". وبعد أن استغرق هذا الرجل في التفكير لحظة، طلب من الحكيم أن يسمح له بأن يقول للمقيمين داخل هذا المكان ست كلمات فقط، ولما لم يكن هناك أي ضير من هذا، فقد وافق الحكيم وسمح له بذلك، فوضع يده أمام فمه، وصرخ قائلاً: "تم اكتشاف بترول في المجمع المجاور". ففتحت بوابات المجمع على الفور، واندفع كل منقبى البترول إلى الخارج، ودعا الحكيم الذي اندهش مما حدث ذلك الرجل إلى أن يدخل إلى المجمع، ويتصرف بكل أريحية، ويعتبر نفسه في منزله، فتوقف الرجل لحظة، ثم قال: "لا، أعتقد أنني سأذهب مع بقية الرجال، فرمما يكون في هذه الشائخة شيء من الحقيقة في النهاية".

ولمساعدة المستثمرين على تفادي هذا الفخ، يطلب منا "بافيت" أن نفكر في مديري الأموال المحترفين، الذين غالباً ما تتم مجازاتهم بنظام يساوي بين الأمان والمعدل المتوسط، ويكافأ الالتزام بالممارسات مقابل التفكير المستقل. ويقول "بافيت": "إن معظم المديرين لديهم حافز ضئيل للغاية لاتخاذ قرارات ذكية، ولكن قد تجعلهم يبدو كالحمقى في بعض الأحيان. فمعدلاتهم الشخصية للمكسب/الخسارة واضحة للغاية، فإذا ما أثمرت أحد قراراتهم غير التقليدية عن نتائج جيدة، يستحقون الثناء، وإذا كانت نتائجهم سيئة، يطردون من العمل، وال فشل تقليدياً هو

أفضل طريق للمضي، كجموع حيوان اللاموس التي تحظى بسمعة سيئة،

لكن لا يوجد أي حيوان واحد منها قد تلقى نقدًا بشكل فردي" ٩ .

إدارة الفخاخ الانفعالية

إن كل طريقة من هذه الطرق الشائعة للتفكير في المال تخلق مشكلة للمستثمرين غير القادرين على الفرار من تداعياتها الضارة، ولكن في رأيي، فإن أهم طريقة بين

هذه الطرق هي كراهية الخسارة قصيرة المدى. إنني أعتقد أنها هي أكبر العقبات النفسية التي تمنع المستثمرين من تطبيق طريقة " وارن بافيت" بنجاح، فمن خلال

خبرتي المهنية التي تصل إلى ما يقرب من ثلاثة عقود، لاحظت بشكل مباشر أن الصعوبة التي يواجهها كل من المستثمرين، ومديري المحافظ المالية، والاستشاريين،

وأعضاء لجنة الصناديق المؤسسية الكبيرة مع تقبل الخسائر التي تكون أكثر إيلاّمًا من خلال جدولة تلك الخسائر على أساس متكرر. إن التغلب على هذا العبء

النفسي يعرض الجميع للعقاب باستثناء القليل من الأفراد.

وربما لا يكون مدهشًا أن هناك شخصًا واحدًا هو من أتقن كراهية الخسارة قصيرة المدى، وهو الشخص نفسه الذي يعد أعظم مستثمر في العالم، إنه " وارن

بافيت"، فدائمًا ما كنت أوّمن بأن النجاح الذي حققه "بافيت" على المدى الطويل له علاقة بالهيكل الفريد لشركته، حيث تمتلك شركة بيركشاير هاثاواي أسهمًا

عادية وشركات مملوكة بالكامل؛ لذا لاحظ "بافيت" بشكل مباشر كيف أن نمو القيمة في هذه الشركات يرتبط ارتباطًا وثيقًا بأسعار أسهمها العادية. إنه لم يكن

محتاجًا إلى أن يتابع سوق الأوراق المالية كل يوم؛ لأنه لم يكن محتاجًا إلى تأكيد من السوق ليقنعه بأنه يقوم بالاستثمار الصحيح، فكما يقول دائماً: "إنني لا

أحتاج إلى معرفة سعر السهم، ليخبرني بما أعرفه بالفعل عن القيمة".

ويمكننا أن نجد ملاحظة جانبية لتوضيح كيفية سير هذا الأمر مع "بافيت" في استثمار شركة بيركشاير في شركة كوكاكولا الذي بلغ مليار دولار عام ١٩٨٨، وكان

هذا الاستثمار في ذلك الوقت هو أكبر استثمار فردي تقوم به شركة بيركشاير في سوق الأوراق المالية؛ فعلى مدار السنوات العشر التالية، تضاعف سهم شركة كوكاكولا عشرة أضعاف، في حين تضاعف مؤشر ستاندر أند بورز ٥٠٠ ثلاثة أضعاف فقط. وإذا ما نظرنا إلى الوراء، فقد نطن أن الاستثمار في شركة كوكاكولا كان

واحدًا من أسهل الاستثمارات التي يمكن أن يقوم بها أي مستثمر. وفي أواخر تسعينيات القرن العشرين شاركت في العديد من الندوات الاستثمارية، وكنت دائماً

ما أسأل الحضور قائلًا: "كم منكم امتلك أسهمًا في شركة كوكاكولا على مدار السنوات العشر الماضية؟ تقريبًا كانت كل الأيدي ترتفع على الفور، ثم سألتهم سؤالًا

آخر، وهو: "كم منكم قد حقق نسبة العائد نفسها على أسهمه في كوكاكولا التي حققها "بافيت"؟" بدأ الحضور في خفض أيديهم، وهم يشعرون بالحر.

ثم بعد ذلك كنت أطرح السؤال الحقيقي وهو: "لماذا؟". فإذا كان العديد من الحضور يملكون أسهمًا في شركة كوكاكولا (هم في الحقيقة قد قاموا بالاستثمار

نفسه الذي قام به "بافيت")، فلماذا لم يحصل أي منهم على العائد نفسه؟ إنني أعتقد أن الجواب يتعلق بكراهية الخسارة قصيرة المدى، فخلال ١٠ سنوات

(١٩٨٩-١٩٩٨) تفوقت شركة كوكاكولا على السوق، ولكن على أساس سنوي تفوقت على سوق الأوراق المالية مدة ست سنوات فقط. ومن خلال حساب كراهية

الخسارة من المنظور الرياضي، سنجد أن الاستثمار في شركة كوكاكولا له فائدة نفسية سلبية وهي (٦ وحدات نفسية إيجابية - ٤ وحدات انفعالية سلبية × ٢).

يمكنني فقط أن أتصور أن هؤلاء الأفراد الذين يملكون أسهمًا في كوكاكولا مروا بعام تفوق فيه سهم الشركة على السوق، وقرروا أن يبيعوا أسهمهم. وماذا فعل

"بافيت"؟ لقد تحقق أولاً من التطور الاقتصادي لشركة كوكاكولا -الذي وجد أنه ما زال رائعًا- واستمر في امتلاك حصته فيها.

ولا يزال " بن جراهام" يذكرنا بهذا الأمر قائلاً: "إن الأسهم العادية في معظم الأوقات عرضة لتقلبات الأسعار المتزايدة وغير المنطقية في كلا الاتجاهين، كنتيجة

للاتجاه المتأصل لدى معظم الأشخاص نحو المضاربة، أي إفساح الطريق أمام الأمل والخوف والجشع" ١٠ . ويحذر من أنه لا بد من أن يكون المستثمرون مستعدين

لتقبل تقلبات السوق صعودًا وهبوطًا، وهذا يعني الاستعداد النفسي والمالي كذلك، فالأمر لا ينطوي فقط على مجرد المعرفة على الصعيد الفكري بأن هناك هبوطًا

في السوق سيحدث، ولكن توافر المقومات النفسية اللازمة للتعامل مع الأمر بشكل مناسب عندما يحدث.

ويقول "جراهام": "إن المستثمر الذي يسمح لنفسه بأن يطغى عليه الشعور بالفرع والقلق المفرط نتيجة هبوط السوق غير المبرر في أسعار أسهمه يحول مزاياه

الأساسية إلى عيوب أساسية، وهذا المستثمر سيكون أفضل حالًا إذا لم تحطَّ أسهمه هذه بأي عرض أسعار على الإطلاق؛ لأنه سيجنب نفسه حينئذ القلق الفكري

الذي يحل به نتيجة أخطاء الآخرين في الحكم" ١١ .

وعلى الجانب الآخر، هناك وارن بافيت

إن نهج " وارن بافيت" في الاستثمار - وهو التفكير في الأسهم كشركات وإدارة محفظة مالية انتقائية - يتعارض بشكل مباشر مع النظريات المالية التي تدرس لآلاف

من طلاب إدارة الأعمال كل عام. ويعرف هذا الإطار المالي بنظرية المحفظة المالية

الحديثة، ولم يضع نظرية الاستثمار هذه أصحاب الشركات، بل وضعها

الأكاديميون بمنأى عن الواقع. وهي بيت فكري يرفض "بافيت" الإقامة فيه، وسنرى أن أولئك الذين يتبعون نهج "بافيت" سيجدون أنفسهم منفصلون نفسيًا

وعاطفيًا عن طريقة تصرف معظم المستثمرين.

هاري ماركويتز - التباين المشترك

نشر "هاري ماركويتز" في مارس ١٩٥٢، بعد تخرجه في جامعة شيكاغو، مقالًا يتألف من ١٤ صفحة في مجلة جورنال أوف فاينانس ، بعنوان "اختيار المحفظة

المالية"، حيث يوضح "ماركويتز" داخل المقال ما يعتقد أنه فكرة بسيطة نوعًا ما، وهي أن العائد والمخاطرة يرتبطان ارتباطًا وثيقًا، وقدم الحسابات التي تؤكد

استنتاجاته بأنه لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحًا تفوق المتوسط، دون تحمل مخاطر تفوق المتوسط. ويبدو هذا المفهوم واضحًا للغاية اليوم، لكنه كان

مفهومًا أحدث ثورة في خمسينيات القرن العشرين، حيث كان يتم إنشاء المحافظ المالية بشكل عشوائي. وينسب الفضل اليوم إلى هذه المقالة الموجزة في إطلاق علم

المالية الحديث.

وبعد ذلك بسبع سنوات، نشر "ماركويتز" كتابه الأول بعنوان

Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investments (دار نشر دارجون ويلى

وأولاده ١٩٥٩). وما يراه الكثيرون أنه أكبر إسهام له، حيث قد حوّل اهتمامه الآن إلى تقييم مخاطر إنشاء محفظة مالية كاملة. وسماها التباين المشترك ، وهو

طريقة لتقييم اتجاه مجموعة من الأسهم، حيث كلما تحركت في الاتجاه نفسه، زادت احتمالية دفع التحولات الاقتصادية لها إلى الأسفل في الوقت نفسه. وعلى

المونوال نفسه، فإن المحفظة المالية التي تتألف من أسهم عالية المخاطر قد تكون اختياراً متحفظاً إذا كان سعر السهم الفردي يتحرك بشكل مختلف. ويقول

"ماركويتز" إنه في كلتا الحالتين يكون التنويع هو الحل. لقد خلص إلى أن أفضل سبيل للمستثمرين هو أولاً تحديد مستوى المخاطر التي هم على استعداد

لتحملها، وبعد ذلك تأسيس محفظة مالية متنوعة تتسم بالكفاءة من الأسهم منخفضة التباين المشترك.

يوجين فاما - كفاءة السوق

في عام ١٩٦٥ نشر "يوجين فاما"، من جامعة شيكاغو، رسالة الدكتوراه الخاصة به، بعنوان "أداء الأسعار في سوق الأوراق المالية" في جريدة جورنال أوف بيزنس،

وطرح نظرية شاملة لأداء سوق الأوراق المالية. وكانت رسالته واضحة للغاية، وهي: أن التوقعات بشأن أسعار الأسهم في المستقبل لا طائل منها؛ وذلك لأن السوق

تتسم بالكفاءة الشديدة. ففي السوق الكفاء، عندما تتاح المعلومات، يطبق العديد من الأشخاص الأذكاء المعلومات باندفاعية بطريقة قد تتسبب في تعديل

أسعار السوق على الفور قبل أن يحقق أي أحد أرباحاً. وفي أي وقت من الأوقات، تعكس الأسعار كل المعلومات المتاحة، ومن ثم فإننا نقول إن السوق كفاء.

بيل شارب - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

بعد عشر سنوات من الظهور الأول لبحث "ماركويتز"، تحدث معه باستفاضة طالب شاب يسمى "بيل شارب"، يحضر لرسالة الدكتوراه الخاصة به، عن عمله في

نظرية المحفظة المالية، والحاجة إلى عدد لا يحصى من المتغيرات. وفي العام التالي في ١٩٦٣ نشر "شارب" رسالة الدكتوراه الخاصة به بعنوان: "النموذج المبسط

لتحليل المحفظة المالية"، وبينما يقر "شارب" تماماً باعتماده على أفكار "ماركويتز"، لكنه

اقترح طريقة أبسط. ويرى "شارب" أن جميع الأوراق المالية لديها علاقة

مشتركة مع بعض العوامل الأساسية الكامنة، ومن ثم كان التحليل ببساطة مسألة تتعلق بقياس تقلب أسعار الأوراق المالية الفردية بمعاملها الأساسي، وأطلق

على قياس تقلب الأسعار اسمًا، وهو: معامل بيتا.

بعد ذلك بعام قدم "شارب" مفهومًا بعيد المدى يسمى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهو امتداد مباشر لنموذج المعامل الواحد لتكوين المحافظ المالية

الفعالة، وينص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على أن الأسهم تحمل نوعين من المخاطر الواضحة، أحد المخاطر هو مجرد خطر الوجود في السوق، الذي يطلق

عليه "شارب" اسم المخاطر النظامية، فالمخاطر النظامية، هي "معامل بيتا"، ولا يمكن التخلص منها من خلال التنويع، أما النوع الثاني فيسمى المخاطر غير

النظامية، وهي المخاطر الخاصة بالمكانة الاقتصادية للشركة. وعلى عكس المخاطر النظامية، نجد أن المخاطر غير النظامية يمكن أن يتم تنويعها ببساطة من خلال

إضافة بعض الأسهم المختلفة للمحفظة المالية.

وفي غضون عقد من الزمان، قد حدد ثلاثة من الأكاديميين عوامل مهمة لما سيطلق عليه فيما بعد نظرية المحفظة المالية الحديثة، وهم: "ماركويتز" بفكرته عن أن

التوازن المناسب بين المكافأة والمخاطر يعتمد على التنويع، ونظرية "فاما" التي تتعلق بالسوق الكفاء، وتعريف "شارب" للمخاطر. وهكذا للمرة الأولى في التاريخ لا

يعتمد مستقبلك المالي على بورصة وول ستريت، أو العاصمة واشنطن، ولا هو حتى بين أيدي مالكي الشركات. وبينما نمضي قدمًا، سنجد أن المشهد المالي يتحدد

على يد مجموعة من أساتذة الجامعة الذين قد قصدهم الخبراء في مجال المالية، وطرقوا بابهم طلبًا للمساعدة، فلقد نزلوا من أبراجهم العاجية وأصبحوا هم

الرواد في المالية الحديثة.

وجهة نظر بافيت في المخاطرة والتنويع

والآن دعونا نعد مرة أخرى إلى " وارن بافيت" الذي بدأ تأسيس شركة استثمارية ببضعة آلاف من الدولارات، وحولها إلى ٢٥ مليون دولار. وقد تمكن من السيطرة

على شركة بيركشاير هاثاواي من خلال الأرباح التي حققها من شركته الاستثمارية، وكان يتجه بسرعة نحو تحقيق صافي ربح يتجاوز المليار دولار، وطوال السنوات

الخمس والعشرين هذه فكر قليلًا، أو لم يفكر أصلًا في التباين المشترك للأسهم، أو في إستراتيجيات تقليل التباين المشترك في عائدات المحفظة المالية، أو الفكرة

السادجة عن أن سوق الأوراق المالية قد تم التسعير بها بكفاءة، ولكن "بافيت" قد فكر بعمق في مفهوم المخاطر، غير أن تفسيره قد كان بعيدًا كل البعد عن آراء

الأكاديميين اليوم في المخاطر.

تذكر أن المخاطر في نظرية المحفظة المالية الحديثة تتحدد بتقلب سعر السهم، لكن "بافيت" كان دائماً ما ينظر إلى الانخفاض الطفيف في سعر الأسهم باعتباره

فرصة، وعلى النقيض كان الانخفاض في السعر يؤدي إلى تقليل المخاطر. وقد أوضح هذا الأمر، قائلاً: "بالنسبة إلى مالكي الشركات - وهكذا نرى حملة الأسهم - أن

تعريف المخاطر الذي وضعه الأكاديميون بعيد عن واقع السوق؛ حيث يؤدي إلى الكثير من الأمور المنافية للمنطق" ١٣ .

ويقدم "بافيت" تعريفًا آخر مختلفًا للمخاطر، وهو: إمكانية وقوع الأذى والضرر، وهو عامل "مخاطر القيمة الذاتية" للشركة، وليس هو أداء سعر السهم،

ويقول "بافيت" إن المخاطر الحقيقية هي ما إذا كانت عائدات الاستثمار ما بعد خصم الضريبة "ستمنحه، أي المستثمر، القوة الشرائية نفسها التي بدأ بها على الأقل، بالإضافة إلى معدل فائدة معتدل على تلك المجازفة الأولية" ١٤ .

ترتبط المخاطر بالنسبة إلى "بافيت" ارتباطاً وثيقاً بالأفق الزمني للمستثمرين، وهذا وحده هو أكبر فارق بين طريقة تفكير " وارن بافيت" في المخاطر وكيفية تأطير

نظرية المحفظة المالية الحديثة للمخاطر. ويوضح "بافيت" أنك إذا اشترت سهماً اليوم، وكانت لديك نية لبيعه غداً، فإنك تكون بذلك قد دخلت في صفقة

محفوفة بالمخاطر، فلاحتمالات ليست أفضل حالاً من رمي العملة في الهواء، حيث إنك سوف تخسر في أغلب الأوقات، ولكن يقول "بافيت" إنك إذا ما مددت

الأفق الزمني الخاص بك ليصبح عدة سنوات، فإن احتمالية كون هذه الصفقة محفوفة بالمخاطر تنخفض، على افتراض أنك بالطبع قد قمت بعملية شراء مناسبة

بعد التفكير بشكل عقلائي. ويقول "بافيت" أيضاً: "إذا ما طلبت مني تقييم مخاطر شراء أسهم بشركة كوكاكولا هذا الصباح ويبيعها في صباح الغد، فسوف أقول

إنها صفقة محفوفة بالمخاطر" ١٥ ، ولكن وفقاً لطريقة تفكير "بافيت" بشراء أسهم بشركة كوكاكولا هذا الصباح والاحتفاظ بها مدة ١٠ سنوات، فإن المخاطر تكون

صفرًا.

ووجهة نظر "بافيت" المتفردة في المخاطر حفزت إستراتيجية التنوع إلى محفظته المالية، وهنا أيضاً نجد أن تفكيره هو الطرف المناقض لنظرية المحفظة المالية

الحديثة. أتذكر أنه وفقاً لتلك النظرية، فإن الفائدة الأساسية من المحفظة المالية المتنوعة على نطاق واسع هي تخفيف حدة تقلب أسعار الأسهم الفردية، ولكن إذا

كنت غير مهتم بتقلبات الأسعار على المدى القصير مثل "بافيت"، فمن ثم سترى أيضاً

تنوع المحفظة المالية بمنظور مختلف.

ويوضح "بافيت" الأمر قائلاً: "التنوع بمنزلة حماية ضد الجهل، فإذا أردت أن تتأكد من أنه لن يحدث لك أي سوء فيما يتعلق بالسوق، فلا بد لك من أن تملك

كل شيء. وليس ثمة خطأ في هذا الأمر، فإنه نهج سليم تمامًا بالنسبة إلى الشخص الذي لا يعرف كيف يحلل أمور الشركات". وتحمي نظرية المحفظة المالية

الحديثة المستثمرين ذوي المعرفة والفهم المحدودين في كيفية تقييم أمور الشركات، لكن هذه الحماية لها ثمن، فوفقاً لـ "بافيت" فإن نظرية المحفظة المالية الحديثة

"ستخبرك كيف تؤدي أداءً متوسطاً، لكنني أعتقد أن أي شخص تقريباً يمكنه أن يكتشف كيف يمكنه أن يحقق أداءً متوسطاً، وهو في الصف الخامس الابتدائي"

. ١٦

وأخيراً إذا كانت نظرية كفاءة السوق صحيحة، فليس هناك أية إمكانية سوى فرصة عشوائية لإمكانية تفوق أي شخص أو مجموعة على السوق، وبالتأكيد لن

تكون هناك أية فرصة لأن يفعل الشخص نفسه أو المجموعة نفسها هذا الأمر باستمرار، ومع ذلك فإن سجل أداء "بافيت" على مدى الأعوام الثمانية والأربعين

الماضية هو دليل واضح على إمكانية تحقيق هذا الأمر، خاصة عندما يقترن ذلك بتجربة مجموعة أخرى من الأشخاص الأذكياء الذين تمكنوا أيضاً من التفوق على

السوق عندما ساروا على طريق "بافيت"، فماذا يعني ذلك فيما يتعلق بنظرية السوق الكفاء؟

إن مشكلة "بافيت" مع نظرية كفاءة السوق تكمن في نقطة محورية، وهي: إنها لا تضع في اعتبارها المستثمرين الذين يحللون المعلومات المتاحة، ويحصلون على

ميزة تنافسية من خلال القيام بهذا الأمر. ويقول "بافيت": "بعد ملاحظتهم الصحيحة أن

السوق كفاء في بعض الأحيان، خلصوا إلى نتيجة غير صحيحة، وهي أن

السوق كانت دائماً ذات كفاءة. إن الفرق بين هذين الأمرين كاختلاف الليل والنهار" ١٧ .

ومع ذلك فإن نظرية كفاءة السوق ما زالت تدرس في كليات إدارة الأعمال حتى الآن؛ الأمر الذي يمنح " وارن بافيت" شعوراً دائماً بالرضا والارتياح؛ حيث يبدي

"بافيت" ملاحظته بخصوص هذا الأمر بسخرية، قائلاً: "بطبيعة الحال، فإن هذا الضرر الذي يلحق بالطلاب، وخبراء الاستثمار الساذجين الذين اقتنعوا بنظرية

كفاءة السوق، لهو خدمة رائعة لنا، وأتباع جراهام الآخرين، ففي أي نوع من أنواع المنافسات - سواء أكانت المالية أم العقلية أم البدنية - تعتبر ميزة هائلة أن

يكون لديك خصوم قد تعلموا أن المحاولة هي أمر غير مجدٍ. ومن وجهة نظر أناية، ربما علينا أن نتبرع بأموال للجامعات لضمان استمرارية تعليم نظرية كفاءة

السوق" ١٨ .

فالمستثمرون اليوم قد علقوا عند مفترق طرق فكري وعاطفي للغاية، حيث يقع على اليسار الطريق إلى نظرية المحفظة المالية الحديثة، تلك النظرية التي لها تاريخ

يمتد إلى ٥٠ عاماً من الأبحاث الأكاديمية، والصيغ المتقنة، وأفراد حازوا جائزة نوبل، إنها تسعى إلى نقل المستثمرين من النقطة أ إلى النقطة ب مع أقل قدر ممكن

من تقلب الأسعار، ومن ثم تقليل الألم النفسي الناجم عن الدرب الوعر. إن الإيمان بأن السوق يتسم بالكفاءة، ومن ثم فالأسعار والقيمة الذاتية يعدان وجهين

لعملة واحدة؛ لذا فمتبعو نظرية المحفظة المالية الحديثة يركزون على السعر أولاً وقيمة الأصول ثانياً، أو أحياناً قد لا يركزون عليها على الإطلاق.

ويقع على اليمين الطريق الذي سلكه "بافيت" والمستثمرون الناجحون الآخرون؛ إنه تاريخ يمتد إلى ٥٠ عاماً، مليء بالتجارب الحياتية، والعمليات الحسابية

البسيطة، وأصحاب الشركات على المدى الطويل، وهذا يسعى إلى نقل المستثمرين من النقطة أ إلى النقطة ب ليس من خلال سلك الطريق السلس للأسعار على المدى القصير، ولكن عن طريق تنظيم نهج استثماري يسعى إلى تحقيق أقصى قدر ممكن من معدل النمو للقيمة الذاتية على أساس اقتصادي معدل في ضوء المخاطر. وأنصار نهج "بافيت" لا يؤمنون بأن السوق كفء على الدوام، لكنهم بدلاً من ذلك يركزون على قيم الأصول أولاً والأسعار ثانياً، أو أحياناً قد لا يركزون عليها على الإطلاق.

والآن وقد أصبح لديك ملخص، وإن كان موجزاً ومختصراً، لمفاهيم نظرية المحفظة المالية الحديثة، يمكنك أن تدرك بسهولة كيف أن تطبيق نهج "بافيت" سيضعك في صراع مع مؤيديها. وإنك لست على خلاف فكري مع واضعي نظرية المحفظة المالية الحديثة فقط، ولكن - في كل من الفصول الدراسية، وفي ساحة العمل - هم يفوقونك عدداً بشكل كبير. وتبني طريقة "وارن بافيت" في الاستثمار يجعلك تبدو كالمتمرد وسط جيش من الأفراد الذين ينتهجون نهجاً مختلفاً تماماً في الاستثمار، كما ستتعلم أن كونك منبوذاً له تحديات نفسية.

وقد كتبت عن "وارن بافيت" لأكثر من ٢٠ عاماً، وخلال هذه الفترة لم أقابل قط أي شخص يختلف بشدة مع هذه المنهجية المبينة في هذا الكتاب، لكنني مع ذلك قابلت عدداً كبيراً من الأفراد الذين يتفوقون تماماً مع كتابات "بافيت"، لكنهم لم يكونوا قادرين نفسياً أبداً على تطبيق دروسه. وصرت أؤمن بأن هذا هو أهم مفتاح لفهم سر نجاحه، وهو أحد أجزاء اللغز الذي لم تكتشف بقية أجزائه بعد، ويمكن

تلخيصه في كلمة واحدة، وهي أن " وارن بافيت " كان عقلائيًا وليس

انفعاليًا.

السبب وراء أهمية علم النفس

في عام ٢٠٠٢ منح "دانيال كانيمان" - وهو عالم نفس - جائزة نوبل في الاقتصاد لقيامه "بدمج نظريات من الأبحاث النفسية في العلوم الاقتصادية، خاصة فيما

يتعلق بالحكم البشري وصنع القرار بدرجة من اليقين". ويعلن ذلك الوصول الرسمي لعلم المالية السلوكي كقوة مشروعة في كيفية التفكير في أسواق رأس المال،

فعلى الرغم من وجود برامج الكمبيوتر والصناديق السوداء، فإن الإنسان يظل هو من يصنع هذه الأسواق.

ونظرًا إلى أن الانفعالات هي أقوى من المنطق، فإن الخوف والجشع هما ما يحرك أسعار الأسهم صعودًا وهبوطًا عن القيمة الذاتية للشركة. ويقول "بافيت": "عندما يكون الأشخاص جشعين أو خائفين، فإنهم يبيعون الأسهم بأسعار زهيدة للغاية. وعلى المدى القصير يكون لميول المستثمر ورغباته - أي العاطفة البشرية -

تأثير بالغ في أسعار الأسهم أقوى من أساسيات الشركة.

وقبل وقت طويل من وضع اسم علم المالية السلوكي، كان هذا مفهومًا ومقبولًا من قبل عدد قليل من المنشقين من أمثال "بافيت" و"تشارلي مانجر". ويقول

"تشارلي" إنه عندما تخرج هو و"بافيت" في الكلية: "دخلنا عالم الأعمال لنجد أنماطًا هائلة من اللاعقلانية الشديدة" ١٩. إنه لا يتحدث عن التنبؤ بالتوقيت، ولكنه

يتحدث عن أنه عند وجود اللاعقلانية، فإن هذا الأمر يؤدي إلى أنماط يمكن التنبؤ بها من السلوك اللاحق.

وبعيدًا عن "بافيت" و"مانجر" نجد أن غالبية خبراء الاستثمار قد أولوا مؤخرًا اهتمامًا

كبيراً لنقطة الالتقاء بين علم المالية وعلم النفس؛ فعندما يتعلق الأمر

بالاستثمار فإن الانفعالات والعواطف تكون حقيقة للغاية بمعنى أنها تؤثر في سلوك الناس، ومن ثم تؤثر في أسعار السوق، إنني متأكد من أنك قد شعرت

بالفعل بأن هناك سببين في كون فهم الديناميكية البشرية ذا قيمة بالغة في استثمارك، وهما: (١) سوف يكون لديك خطوط توجيهية تساعدك على تجنب الأخطاء

الأكثر شيوعاً. (٢) ستكون قادراً على التعرف على أخطاء الآخرين في الوقت المناسب لتستفيد منها.

إننا جميعاً عرضة للوقوع في إصدار أحكام شخصية خاطئة، يمكن أن تؤثر في نجاحنا الشخصي. وعندما يصدر آلاف أو ملايين الأشخاص أحكاماً خاطئة، فإن التأثير

الجماعي لها يكون هو دفع السوق في اتجاه مدمر، ومن ثم فإن الإغراء يكون قوياً للغاية بالسير في ركب الحشد، والأحكام الخاطئة المتراكمة تضاعف نفسها. ففي

بحر مضطرب من السلوك اللاعقلاني، يكون الناجي الوحيد هو هؤلاء القليلين الذين يتصرفون بشكل عقلائي.

في الحقيقة إن العلاج الوحيد لسوء التقدير في الحكم على الأمور الذي يكون محركه الانفعالات، هو العقلانية، خاصة عندما يتم تطبيقها على المدى الطويل مع

الصبر والمثابرة، وهذا هو موضوع الفصل التالي.

الفصل السابع: قيمة الصبر

قال "ليو تولستوي" في رائعته الملحمية الحرب والسلام هذه الكلمات البليغة: "إن أقوى المحاربين هما هذان الاثنان: الوقت والصبر". من المؤكد أنه كان يتحدث من

منظور عسكري، ولكن هذه الفكرة تنطبق ببراعة على الاقتصاد كذلك، كما أنها تمثل قيمة كبيرة بالنسبة إلى هؤلاء الذين يريدون تعميق فهمهم لأسواق رأس المال.

إن نشاط السوق كله يعتمد على استمرارية الوقت. لقد لاحظنا عند التحرك من اليسار إلى اليمين أن القرارات المتعلقة بالشراء ثم البيع تحدث خلال أجزاء من

الثانية، أو خلال ساعات، أو أيام، أو أسابيع، أو شهور، أو سنوات، أو عقود. وعلى الرغم من أننا لا نعرف بالضبط أين الحد الفاصل بين الجانبين، فإنه من المتفق

عليه بشكل عام أن الأنشطة التي تقع في الجانب الأيسر (تحدث في إطار زمني قصير) تسمى مضاربة، والأنشطة التي تقع في الجانب الأيمن (تحدث في إطار زمني

طويل) تسمى استثمارًا، ومن البديهي أن "وارن بافيت" يجلس في الجانب الأيمن بمنتهى الأريحية، متحليًا بالصبر على المدى الطويل.

وهذا يدفعنا إلى طرح تساؤل، وهو: لماذا يسعى الكثير من الأشخاص في أقصى اليسار بشكل محموم في محاولة لجني أكبر قدر ممكن من الأموال في أسرع وقت

ممكن؟ هل هذا يعد جشعًا؟ هل هو اعتقاد خاطئ لديهم عن أن باستطاعتهم التنبؤ بالتغيرات التي قد تحدث فيما يتعلق بسيكولوجية سوق المال؟ أم من الممكن

أن يكونوا قد فقدوا الثقة بتحقيق عائدات استثمارية إيجابية طويلة المدى، بعد أن شهدوا فترتين من السوق الهبوطية، وكذلك أزمة مالية خلال العقد الماضي؟ إن

الحقيقة واضحة وضوح الشمس، فالإجابة عن الأسئلة الثلاثة هي نعم. على الرغم من أن

كلاً منهم يمثل مشكلة معضلة، فإن ملاحظتي الأخيرة، وهي الافتقار

إلى الثقة بالاستثمارات طويلة المدى، هي ما يؤرقني كثيراً؛ وذلك لأن الاستثمار طويل الأجل هو جوهر طريقة " وارن بافيت".

على المدى الطويل

قام كل من "أندريه شليفر"، الأستاذ الجامعي بجامعة هارفارد، والفائز بميدالية جون بيتس كلارك، و"روبرت فيشني"، أستاذ المالية بكلية بوث لإدارة الأعمال بجامعة شيكاغو، بكتابة العمل البارز المؤثر، الذي يقارن بين الإستراتيجيات قصيرة المدى والإستراتيجيات طويلة المدى قبل أكثر من ٢٠ عامًا. وفي عام ١٩٩٠ كتب كل من "شليفر" و"فيشني" بحثًا علميًا نُشر في جريدة أمريكان إيكونوميك ريفيو بعنوان "النظرية الجديدة للشركة: التكافؤ قصير الأجل للمستثمرين والشركات" ١ ؛ حيث يقارنان في هذا البحث، تكلفة ومخاطر وعائدات المراجعة قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

إن تكلفة المراجعة هي مقدار الوقت الذي استثمرت فيه رأسمالك، أما المخاطر فهي مقدار عدم اليقين بشأن النتائج، والعائدات هي مقدار المال الذي يتم جنيه من الاستثمار، وفي المراجعة قصيرة الأجل تصبح تلك العناصر الثلاثة أقل، أما في المراجعة طويلة الأجل فإن رأسمالك يتم استثماره فترة أطول، ويكون الوقت الذي ستحقق فيه الربح غير محدد، لكن العائدات ستكون أعلى.

ووفقاً لما يقوله "شليفر" و"فيشني": "في حالة التكافؤ هذه لا بد أن يكون صافي العائد المتوقع من المراجعة في كل أصل من الأصول متشابهًا. ونظرًا إلى أن المراجعة

في الأصول طويلة الأجل هي أعلى تكلفة مما هي عليه في الأصول قصيرة الأجل، فلا بد أن يساء تسعير الأصول طويلة الأجل، حتى يكون صافي العائدات متساويًا"

٢ . وبعبارة أخرى، فلأن المراجعة على المدى الطويل تكون أعلى تكلفة من المراجعة على المدى القصير، فلا بد أن يكون عائد الاستثمار بها أكبر.

ويوضح كل من "شليفر" و"فيشني" أن الأسهم العادية يمكن أن تستخدم في المراجعة قصيرة الأجل. وعلى سبيل المثال، إن المضاربين على المدى القصير، الذين

يعملون كمراجحين للمعلومات، يمكن أن يراهنوا على عملية استحواذ محتملة لشركة ما، أو على البيانات الرسمية التي توضح أرباح الشركة، أو على أي إعلان

عام آخر؛ ما من شأنه أن يجعل سوء التسعير يختفي بسرعة. حتى إذا كان سعر السهم لا يتحرك بالشكل المتوقع منه، فالمضارب يجب أن يكون قادرًا على

الخروج من الموقف بسرعة بأقل تداعيات مالية. واتباع تسلسل الأفكار الخاص بكل من "شليفر" و"فيشني"، فإن التكاليف التي ستقع على عاتق المضارب ستقل

(حيث يتم استثمار رأس المال فترة قصيرة من الوقت)، وتقل المخاطرة (حيث يتم التخلص من الشعور بعدم اليقين بشأن الناتج سريعًا) ولكن العائد يكون قليلًا كذلك.

وتجدر الإشارة إلى أنه من أجل تحقيق عائدات كبيرة من المراجعة قصيرة الأجل، لا بد أن يتم توظيف تلك الإستراتيجية بشكل متكرر مرات ومرات عديدة. ويوضح

كل من "شليفر" و"فيشني" أنه لا بد أن تكون على أتم الاستعداد لزيادة تكلفة الاستثمار (مقدار الوقت الذي تستثمر فيه أموالك)، بالإضافة إلى خوض المزيد من

المخاطر (عدم اليقين بشأن الوقت الذي سيتم فيه تحقيق النتيجة)، وذلك من أجل زيادة عائد الاستثمار بما يتجاوز ما يتوقع المضارب الحصول عليه؛ فالعنصر

المتغير المتحكم بالنسبة إلى كل من المضارب والمستثمر هو الأفق الزمني، والمضاربون يعملون في إطار زمني قصير، ويقبلون تحقيق عوائد قليلة؛ أما المستثمرون،

فيعملون في إطار زمني طويل، ويتوقعون تحقيق عوائد أكبر.

وهذا ما يقودنا إلى السؤال التالي، وهو: هل يتم بالفعل تحقيق عائدات كبيرة من شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها في المراجعة طويلة الأجل؟ لقد قررت أن ألقى نظرة فاحصة على الأدلة.

لقد قمنا بحساب عائد سنة واحدة، وتبعنا عائد ثلاث سنوات، وعائد خمس سنوات (من حيث السعر فقط) ما بين عامي ١٩٧٠ و٢٠١٢. وخلال فترة الثلاثة

والأربعين عامًا هذه، وجدنا أن متوسط عدد الأسهم في مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ التي قد تضاعف سعرها في أي سنة من هذه السنوات بلغت نسبتها ١.٨٪ أي

نحو تسعة أسهم من أصل ٥٠٠ سهم. وعلى مدى ثلاث سنوات متتالية فإن عدد الأسهم التي تضاعف سعرها بلغت نسبتها ١٥.٣٪، أي ما يقرب من ٧٧ سهمًا من

أصل ٥٠٠ سهم؛ وخلال خمس سنوات متتالية، فإن عدد الأسهم التي تضاعف سعرها بلغت نسبتها ٢٩.٩٪ أي ما يقرب من ١٥٠ من أصل ٥٠٠ سهم.

لذا، وبالعودة إلى السؤال الأصلي، وهو: هل يتم بالفعل تحقيق عائدات كبيرة من شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها في المراجعة طويلة الأجل؟ فإن الإجابة هي

نعم، بما لا يقبل الجدل. ما لم تفكر في أن تلك المضاعفة التي ستحدث خلال السنوات الخمس ستكون ضئيلة، فإن هذا يعادل متوسط عائد سنوي مركب يبلغ

١٤.٩٪.

وقيمة هذا البحث بالتأكيد تكون فقط بالغة حسب التفاوت بين المستثمرين، من حيث القدرة على الاختيار المسبق للأسهم التي من المحتمل أن يتضاعف سعرها

خلال خمس سنوات، فالجواب بمنتهى الوضوح يكمن في مدى قوة عملية اختيارهم الأسهم وإستراتيجية إدارة المحفظة المالية. وإنني واثق بأن هؤلاء المستثمرين -الذين

طبقوا مبادئ الاستثمار الموضحة في هذا الكتاب والتزموا بتطبيق إستراتيجية المحفظة المالية ذات معدل دوران رأس المال المنخفض - لديهم فرصة جيدة بأن

يكون بحوزتهم عدد لا بأس به من الأسهم التي يتضاعف سعرها خلال خمس سنوات.

وتوضح لنا النظرية المالية أنه تتم مكافأة المستثمرين، مقابل تحديد سوء تسعير الأسهم. ويمكننا أن نقول إنه إذا كانت عائدات أي سهم من الأسهم كبيرة بالدرجة

الكافية، فلا بد لها أن تجذب عددًا كبيرًا من المستثمرين الذين يسعون إلى سد الفجوة بين السعر والقيمة. وعندما يزداد عدد المراجحين، فإننا نعرف أن العائدات

من المراجعة يجب أن تقل بالتعبية. وبفحص متوسط نسبة العائد الذي حصلنا عليه في سلة الأسهم المتضاعفة في السعر كل خمس سنوات في الفترة بين ١٩٧٠ و

٢٠١٢، لا يمكننا أن نشير إلى حدوث أي انخفاض ملحوظ في العائدات المتزايدة. بالطبع إن العدد المطلق للاستثمارات المتضاعفة يرتبط بالفعل ارتباطاً وثيقاً بأداء

السوق الإجمالي، وتنتج الأسواق ذات الأداء القوي عددًا كبيرًا من الأسهم المتضاعفة في السعر، في حين أن الأسواق ذات الأداء المنخفض تنتج عددًا أقل من هذه

الأسهم، لكن النسبة المئوية للأداء الرائع للأسهم المتضاعفة في السعر مقارنة بأداء السوق، وبغض النظر عن الظروف المحيطة، فإنها لا تزال نسبة مثيرة للإعجاب.

وباختصار ما زال هناك غياب لعدد كبير من المراجحين من أنصار الأفق الزمني الطويل الذين كنا متوقعين منهم محاربة سوء التسعير.

من الشخص الأفضل الذي يمكن أن يقوم بسد الفجوة بين السعر والقيمة خلال خمس سنوات متتالية؟ الإجابة هي: هؤلاء المستثمرون الذين يستثمرون على

المدى الطويل. ونظرًا إلى أن هذه الفجوة ظلت واسعة خلال الـ ٤٣ عامًا الماضية، فرمًا يكون المضاربون من أنصار المدى القصير قد تمكنوا من السيطرة على السوق.

وما بين عامي ١٩٥٠ و١٩٧٠ بلغ متوسط فترة الاحتفاظ بالأسهم بين أربع وثمانى سنوات، ولكن ابتداءً من سبعينيات القرن العشرين، أخذت فترة الاحتفاظ بالأسهم

تقل بشكل مستمر؛ لدرجة أنه يتم حالياً قياس فترة الاحتفاظ بالأسهم بعدد الأشهر، وليس بعدد السنوات. ويشير البحث الذي أجريناه إلى أن العدد الأكبر من

فرص تحقيق عدد كبير من فائض العائدات يحدث بعد ثلاث سنوات. ولا يوجد شك في أن ازدياد نسب دوران المحفظة المالية لتتجاوز ١٠٠٪، يضمن استبعاد عدد كبير من المستثمرين.

ويمكن أن تكون لدى المرء حجة قوية تقول إن تحقيق التوازن بين المضاربين على المدى القصير والمستثمرين على المدى الطويل، هو أفضل خدمة يتم تقديمها

لمصلحة السوق. فإذا كانت السوق تتألف من قوة متساوية من المراجحين؛ نصفهم يهاجم سوء التسعير على المدى القصير، والنصف الآخر يسعى إلى سد الفجوة

بين السعر والقيمة على المدى الطويل، ومن ثم وفقاً لهذه الحجة، فإن أوجه القصور في السوق المالية سوف تتلاشى بشكل كبير على المدى الطويل، وعلى المدى

القصير كذلك، لكن ما الذي سيحدث للسوق عندما يختل هذا التوازن؟ ستترك السوق التي يسيطر عليها المستثمرون على المدى الطويل دون رقابة فيما يتعلق

بسوء التسعير الذي يحدث على مدى فترات قصيرة من الوقت، وسيقل اهتمام السوق التي يسيطر عليها المضاربون على المدى القصير بسوء التسعير طويل الأمد.

فلماذا فقدت السوق الكثير من التنوع الذي كانت تتميز به في فترة من الفترات؟ إن السبب في ذلك يرجع إلى الهجرة البطيئة للمستثمرين الذين تحولوا من

الاستثمار طويل المدى إلى المضاربة قصيرة المدى. وكانت نتائج هذا التحول التدريجي متوقعة نوعاً ما. لقد كانت المسألة مجرد مسألة حسابية؛ فمع وجود عدد كبير

من المضاربين في الوقت الحالي، فإن مدى صعوبة الفوز بالمرهانات قصيرة الأجل ازدادت، في حين أن العائدات قد انخفضت. وقد تركت تلك القوة المغناطيسية

الكبيرة التي جذبت الكثير من الأشخاص ليصبحوا مضاربين على المدى القصير، قلة نادرة لسد أوجه القصور، أي العائدات الزائدة، من الاستثمارات طويلة المدى.

العقلانية: الفارق الجوهرى

إن تعريف كلمة العقلانية في اللغة الإنجليزية وفقاً لقاموس أوكسفورد الأمريكي هو الإيمان بأن آراء الشخص، أو تصرفاته، لا بد أن تكون قائمة على المنطق

والمعرفة، وليس على الاستجابات الانفعالية؛ فالإنسان العقلاني يفكر بأسلوب واضح وعقلاني ومنطقي.

إن الأمر الذي يجب فهمه أولاً هو أن العقلانية ليست هي نفسها الذكاء؛ فالأشخاص الأذكياء يمكنهم أن يأتوا بأفعال حمقاء. ويرى "كيث ستانوفيتش"، أستاذ

التنمية البشرية وعلم النفس التطبيقي بجامعة تورنتو، أن اختبارات الذكاء مثل اختبارات قياس معدل الذكاء، واختباري تحديد درجة الكفاءة الدراسية، واختبار

القبول الجامعي، لها فاعلية ضعيفة للغاية في قياس درجة الفكر العقلاني؛ حيث يقول: "إنهما أدوات قياس متوسطة على أفضل تقدير، وبعض مهارات التفكير

العقلاني منفصلة تماماً عن الذكاء" ٣ .

وقد صاغ في كتابه بعنوان

What Intelligence Tests Miss: The Psychology of Rational

Thought مفهوم اللاعقلانية،

وهي عدم القدرة على التفكير

والتصرف بعقلانية على الرغم من معدل الذكاء المرتفع. وتفيد الأبحاث في علم النفس

المعرفي بأن هناك سببين رئيسيين وراء اللاعقلانية: الأول هو أن هناك مشكلة

في معالجة الأمور، والثاني هو مشكلة المحتوى، فدعونا نتفحص كل واحدة منهما على حدة عن كثب.

يرى "ستانوفيتش" أننا نحن البشر نعالج الأمور بشكل سيئ؛ ففيما يتعلق بحل مشكلة ما، يقول إن الأشخاص لديهم آليات معرفية مختلفة، ليختاروا من بينها.

وتقع على أحد أطراف نطاق التفكير آليات ذات قوة حسابية كبيرة، لكن هذه القوة الحسابية لها ثمن. إنها عملية تفكيرية بطيئة، وتتطلب قدرًا كبيرًا من التركيز.

وفي نهاية الطرف الآخر من نطاق التفكير تقع آليات ذات قوة حسابية ضعيفة للغاية، ولا تتطلب الكثير من التركيز، وتسمح باتخاذ قرارات سريعة. ويقول

"ستانوفيتش": "إن البشر بخلاء من الناحية المعرفية؛ وذلك لأن توجهننا الأساسي هو اللجوء إلى آليات المعالجة التي تتطلب قوة حسابية أقل، حتى إن كانت أقل

دقة" ٤ . ويمكننا تلخيص كل ذلك في عبارة واحدة، وهي أن البشر مفكرون كسالي، إنهم يسلكون أسهل طريق عند حل مشكلة ما، ونتيجة ذلك تأتي معظم

حلولهم غير منطقية.

الأفكار بطيئة الحركة

دعونا نوجه انتباهنا الآن إلى دور المعلومات؛ فالمعلومات التي نحتاج إليها هي تلك المعلومات التي نتحدث عن موضوع هذا الفصل، وهو الصبر وقيمة "الأفكار

بطيئة الحركة".

قد لا يعرف العديد من القراء "جاك ترينور"، إنه أحد عمالقة الفكر في مجال الإدارة المالية، وقد تلقى تدريبًا في مجال الرياضيات من كلية هارفارد، وتخرج بدرجة

امتياز في كلية هارفارد للأعمال عام ١٩٥٥، وبدأ حياته المهنية بالعمل في قسم الأبحاث بشركة آرثر دي. ليتل، وهي شركة استشارية. وفي أثناء عمله محللاً شابًا،

تمكن "ترينور" من تدوين ٤٤ صفحة من الملاحظات الرياضية التي تتعلق بمسألة المخاطر، وذلك في أثناء قضائه عطلة مدتها ثلاثة أسابيع في ولاية كولورادو. إنه

كاتب غزير الإنتاج، وقد أصبح في النهاية محرراً ل مجلة المحللين الماليين التي تصدر عن معهد سي. إف. إيه.

وعلى مر السنين تبادل "ترينور" الأبحاث مع العديد من الشخصيات الأكاديمية البارزة في مجال المال، ومن بينهم "فرانكو موديليان" الحاصل على جائزة نوبل،

و"ميرتون ميلر" و"ويليام شارب". وقد فازت العديد من المقالات التي كتبها "ترينور" بالعديد من الجوائز المرموقة، مثل جائزة جراهام ودود التي تمنحها مجلة

المحللين الماليين ، وجائزة روجر إف. موراي. وفي عام ٢٠٠٧ حصل على جائزة معهد سي. إف. إيه للتميز المهني، ولحسن الحظ تم جمع كتابات "ترينور" التي كان يتم

ذكرها بشكل عابر في كثير من الكتب في مجلد يتألف من ٥٧٤ صفحة بعنوان آراء ترينور في الاستثمار المؤسسي، وهو جدير بأن يوجد في مكتبة كل مستثمر جاد.

إن النسخة التي أحفظ بها بالية قليلاً ومهترئة؛ وذلك لأنني أعيد قراءة الأجزاء المفضلة لدي عدة مرات خلال العام، والمقال الذي أفضل أن أقرأه بعنوان " استثمار

المدى الطويل"، وهو قريب من نهاية الكتاب في صفحة ٤٢٤. وكانت المرة الأولى التي ظهر فيها مقال " استثمار المدى الطويل" في عدد مايو-يونيو من عام ١٩٧٦ في

مجلة المحللين الماليين . وبدأ "ترينور" بالحديث عن لغز السوق الكفاء المطروح دائماً؛ حيث يتساءل ما إذا كان صحيحاً، أنه مهما حاولنا بجد، فإننا لن نكون

قادرين على إيجاد الفكرة التي لم يشكك فيها السوق بالفعل، ويستخف بها؟ ومن أجل الإجابة عن هذا السؤال، يطلب منا "ترينور" أن نميز بين "نوعين من

الأفكار الخاصة بالاستثمار" وهما: (أ) تلك الأفكار التي تكون نتائجها واضحة وصریحة،

وتتطلب قليلاً من الخبرة لتقييمها، ومن ثم، تنتقل بشكل أسرع، (ب) تلك

الأفكار التي تتطلب التفكير والحصافة والخبرة الخاصة لتقييمها، ومن ثم تنتقل ببطء " ٥ .

وخلص إلى: "إذا كانت السوق غير كفاء، فلن تكون غير كفاء فيما يتعلق بالنوع الأول من الأفكار، وذلك نظرًا إلى أنه وفقًا لتعريف النوع الأول من الأفكار، فمن

غير المحتمل أن يساء تقييمه من قبل عدد كبير من المستثمرين" ٦ . ولكي نصوغ ذلك بطريقة أخرى، يمكننا أن نقول إن الأفكار البسيطة - مثل نسبة السعر إلى

الأرباح، وعوائد أرباح الأسهم، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية، ونسبة السعر إلى نمو الأرباح، وقائمة أسعار الأسهم المنخفضة خلال ٥٢ أسبوعًا، والمخططات

البيانية الفنية، وأية طرق أساسية أخرى يمكننا أن نفكر فيها فيما يتعلق بالأسهم-ليس من المحتمل أن توفر أرباحًا سهلة. ويقول "ترينور": "إذا كان هناك أي

فرصة استثمارية ستنشأ عن عدم كفاءة السوق، فإن هذه الفرص ستنشأ بسبب النوع الثاني من أفكار الاستثمار؛ أي النوع الذي ينتقل ببطء. والنوع الثاني من

الأفكار -على النقيض من الأفكار الواضحة، ولهذا، سرعان ما يستخف بها، وتعلق بالتطورات التجارية "على المدى الطويل"- هو الأساس الوحيد الهادف إلى

الاستثمار طويل الأجل " ٧ .

إنني متأكد أنك قد أدركت أن مبادئ الاستثمار الموضحة في هذا الكتاب هي الأفكار "بطيئة الحركة"، وأنها هي التي تتعلق ب"تطورات الأعمال على المدى الطويل"،

وهي أساس "استثمار المدى الطويل"، ولنوضح الأمر أكثر، نقول: إن الأفكار بطيئة الحركة ليست صعبة الفهم، لكنها أكثر صعوبة من أن تعتمد على "البساطة

والوضوح".

النظام ١ والنظام ٢

لقد اهتم علماء النفس عدة سنوات بفكرة أن عمليات الإدراك المعرفي لدينا تنقسم إلى طريقتين من التفكير، ويشار إليهما عادةً بالحدس، وينتج عنه إدراك

"سريع، وترابطي"، وطريقة التفكير الثانية هي المنطق الذي يوصف "بالبطء وتحكمه القوانين"، أما اليوم فيشير علماء النفس بشكل روتيني إلى هذه الأنظمة

المعرفية بنظام التفكير ١ ونظام التفكير ٢. ونظام التفكير ١ تنتقل فيه الأفكار البسيطة والواضحة بشكل سريع، كما أنه يستغرق القليل من الوقت، وليس الكثير من

الجهد الذهني لحساب نسبة السعر إلى الأرباح، أو عوائد أرباح الأسهم.

أما نظام التفكير ٢ فهو الجزء التأملي المتعلق بعملية الإدراك المعرفي لدينا، ويعمل على نحو منضبط، وببطء، وبمجهود كبير، أما "أفكارنا بطيئة الحركة" التي

تتطلب "التفكير، والحصافة، والخبرة الخاصة" فتندرج تحت نظام التفكير ٢.

وفي عام ٢٠١١ ألف الكاتب الحاصل على جائزة نوبل "دانيال كانمان" كتابًا بعنوان التفكير السريع والبطيء ٧. وترجع على قائمة الكتب الأفضل مبيعًا وفقًا لجريدة

نيويورك تايمز، وكان واحدًا من أفضل خمسة كتب غير روائية لهذا العام، وهو يعد إنجازًا كبيرًا لكتاب يتألف من ٥٠٠ صفحة، يدور حول صنع القرار. إن الجزء

المفضل لديّ في هذا الكتاب هو الفصل الثالث بعنوان "المتحكم الكسول"، حيث يذكرنا "كانيمان" بأن الجهد المعرفي هو عمل ذهني، وكما يحدث في جميع المهام

التي توكل إلينا، فإن العديد منا يتكاسل عن أداء المهمة عندما تزداد صعوبة. إنه مندهش من السهولة التي يظهر الأشخاص الأذكياء من خلالها راضين بدرجة

كافية عن قرارهم الأول، حتى إنهم يتوقفون عن التفكير.

ويخبرنا "كانيمان" بأن الأنشطة التي تفرض مطالب على نظام التفكير ٢، وتتطلب القدرة

على ضبط النفس، والجهد المستمر لضبط النفس، يمكن أن تكون

بغیضة؛ حيث إننا إذا كنا مضطرين باستمرار إلى القيام بشيء صعب مرارًا وتكرارًا، فسنبذل القليل من الجهد لضبط النفس عند مواجهتنا التحدي التالي، حيث

تكون طاقتنا قد استنفدت في النهاية. وفي المقابل "إن هؤلاء الذين يتجنبون الوقوع في إثم الكسل الذهني، يمكن أن نطلق عليهم اسم "أصحاب الفكر النشط"،

إنهم أكثر يقظة، ويوظفون نشاطهم بذكاء، وأقل استعدادًا لأن يقنعوا بالإجابات الجذابة ظاهريًا، وهم أكثر تشككًا في حدسهم" ٨ .

وقد منحنا "شين فريدريك"، الأستاذ المشارك بقسم التسويق بجامعة ييل، رؤية رائعة عن كيفية تنقل الأشخاص الذين يتمتعون بمعدلات ذكاء مرتفعة نوعًا ما

بين نظامي التفكير ١ و٢. لقد جمع مجموعة من طلاب رابطة اللبلاب من جامعة هارفارد وبرنستون ومعهد ماساتشوستس للتكنولوجيا (من المفترض أن جميع

هؤلاء الطلبة يتمتعون بقدر عالٍ من الذكاء)، وطلب منهم الإجابة عن الأسئلة الثلاثة الآتية: 1. إذا كانت تكلفة كل من المضرب والكرة هي ١.١٠ دولار، وكان سعر المضرب أعلى من سعر الكرة بدولار واحد، فكم يساوي سعر الكرة؟

2. إذا كانت هناك خمس ماكينات تقوم بعمل خمس أدوات في خمس دقائق، فكم تستغرق ١٠٠ ماكينة لعمل ١٠٠ أداة؟

3. يوجد في بحيرة ما رقعة من نبات زنباق الماء، والرقعة تتضاعف في الحجم كل يوم، وإذا كانت الرقعة تستغرق ٤٨ يومًا لتغطي البحيرة كلها، فما المدة التي

ستستغرقها الرقعة لتغطية نصف البحيرة؟ ٩

وما أثار دهشة "فريدريك" هو أن أكثر من نصف الطلبة أجابوا إجابات خاطئة، ما قاده إلى تحديد مشكلتين مهمتين: الأولى هي أن الأشخاص ليسوا معتادين

التفكير بجد لحل المشكلات، وعادة ما يتسرعون بالتفوه بأول إجابة مقبولة تتبادر إلى أذهانهم، حتى لا يكلفوا أنفسهم تحمل عبء التفكير وفقاً لنظام التفكير ٢،

أما المشكلة الثانية التي تثير القلق في حد ذاتها، فكانت هي إدراك أن عملية نظام التفكير ٢ تؤدي دوراً ضئيلاً للغاية في تفحص نظام التفكير ١ بحثاً عن الأخطاء. لقد

بدا واضحاً لـ "فريدريك" أن الطلاب كانوا عالقين في نظام التفكير ١، ولم يكن بإمكانهم التحول إلى نظام التفكير ٢، أو لم تكن لديهم رغبة في ذلك.

كيف يمكن استخدام نظامي التفكير ١ و ٢ في الاستثمار؟ لنفترض أن هناك مستثمراً يقوم بشراء الأسهم العادية، وباستخدام نظام التفكير ١، فإن المستثمر

سيجدول نسبة السعر إلى الأرباح الخاصة بالشركة، ونسبة القيمة الدفترية، وعوائد أرباح الأسهم. وعندما يرى المستثمر أن كلتا النسبتين تقترب من تسجيل أدنى

مستوياتها التاريخية، وأن الشركة قد رفعت أرباح الأسهم كل عام خلال السنوات العشر الماضية، فإنه قد يستنتج سريعاً أن قيمة الأسهم جيدة. وللأسف يوجد

العديد من المستثمرين الذين يعتمدون فقط، وبشكل حصري على نظام التفكير ١ في اتخاذ القرارات، ولا يكلفون أنفسهم أبداً عناء تشغيل نظام التفكير ٢.

ماذا يعني أن تشغل نظام التفكير ٢؟ إنه يعني بمنتهى البساطة أن نظام التفكير ٢ لديك قوي للغاية، وحيوي، وأقل عرضة للتدهور. إن نظام التفكير ٢ شديد

الاختلاف عن نظام التفكير ١؛ الأمر الذي جعل الطبيب النفسي "كيث ستانوفيتش" يصف كلا النظامين بأنهما يمتلكان "عقلاً منفصلاً".

لكن "العقل المنفصل" يكون منفصلاً فقط إذا كان متميزاً. وعندما نضعهما في سياق الاستثمار، فإن "العقل المنفصل" الذي يحرك نظام التفكير ٢ يمكن تمييزه عن

"العقل المنفصل" في نظام التفكير ١ إذا كان مزوداً، بشكل كافٍ، بالفهم اللازم للمزايا

التنافسية للشركة، ولقوة فريق الإدارة لتخصيص رأس المال بالشركة بشكل

رشيد، وللدوافع الاقتصادية المهمة التي تحدد قيمة الشركة، والنصائح النفسية التي تمنع المستثمر من اتخاذ قرارات حمقاء.

ويبدو لي أن معظم القرارات التي يتم اتخاذها في وول ستريت تندرج تحت نظام التفكير ١، فهي تعتمد كثيراً على الحدس؛ حيث يتم اتخاذ القرارات بشكل تلقائي

وسريع، باستغراق القليل من الوقت في التفكير المتأمل، وأحياناً لا يتم استغراق أي وقت في ذلك. أما نظام التفكير ٢، فيعتمد على التفكير الجاد، إنه تفكير

مدرّوس، ويتطلب تركيزاً. إن من يتبعون نظام التفكير ٢ يتسمون بالصبر بالفطرة. ومن أجل أن يعمل نظام التفكير ٢ بشكل فعال، يجب عليك تخصيص وقت

للتفكير بل للتأمل كذلك. ولن تندesh عندما أوضح لك أن المبادئ الموضحة في هذا الكتاب هي الأنسب للتفكير البطيء، وليس لاتخاذ قرارات سريعة شائعة في

النظام ١.

7

فجوة الأدوات العقلية

ووفقاً لما يقوله "ستانوفيتش" فإن السبب الثاني للاعقلانية هو الافتقار إلى المحتوى المناسب لنظام التفكير ٢. وعلماء النفس الذين يدرسون عملية اتخاذ القرار،

يشيرون إلى نقص المحتوى باعتباره فجوة الأدوات العقلية. وظهر هذا المصطلح للمرة الأولى على لسان "ديفيد بيركينز"، العالم المتخصص في علوم الإدراك بجامعة

هارفارد، حيث يوضح أنه يشمل جميع القوانين والإستراتيجيات والإجراءات والمعلومات التي يتبعها الأشخاص عند قيامهم بحل المشكلات التي تواجههم. ويوضح

"بيركينز" الأمر فيقول: "مثلما تتكون أدوات الطهي لديك من بعض الأدوات التي يتم

استخدامها في المطبخ، ومثلما تتكون البرمجيات من أدوات تستخدم في جهاز

الكمبيوتر الخاص بك، فإن الأدوات العقلية هي عبارة عن أدوات تستخدم مع العقل، والأداة العقلية هي أي شيء يمكن أن يتعلمه الفرد ويسهم في تعزيز

القدرات العامة لديه للتفكير بشكل حاسم وفعال" ١٠ .

ما الأدوات العقلية التي ستحتاج إليها من أجل تفعيل نظام التفكير ٢؟ ستقوم كحد أدنى بقراءة التقرير السنوي للشركة، والتقارير السنوية للمنافسين. وإذا

اتضح أن هذه الشركة تتمتع بوضع تنافسي قوي، ومؤشرات مباشرة طويلة الأجل، فستقوم أنت بعد ذلك باستخدام العديد من نماذج خصم ربح السهم التي

تتضمن معدلات نمو مختلفة لأرباح المالك لدى الشركة خلال فترات زمنية مختلفة من أجل فهم القيمة التقريبية، ثم تقوم بعد ذلك بدراسة إستراتيجية الإدارة

في تخصيص رأس المال طويلة الأجل وفهمها، وفي النهاية يمكنك الاتصال ببعض الأصدقاء وزملاء العمل، أو بعض المستشارين الماليين؛ لترى إذا كان لديهم رأي

ما بخصوص شركتك، بل الأفضل من ذلك أن يبدوا آراءهم بخصوص منافسي شركتك. انتبه: إن كل هذه الأمور لا تتطلب معدلات ذكاء عالية، ولكنها أكثر

صعوبة، وتتطلب بذل مزيد من الجهد العقلي والتركيز، أكثر من معرفة المعدل الحالي لنسبة السعر إلى الأرباح في الشركة.

الوقت والصبر

على الرغم من أن هناك أدلة كثيرة على أن التفكير على المدى الطويل، الذي تم تطبيقه بصبر وأناة، هو أفضل مسار لنجاح الاستثمار، فإنه يبدو أن شيئاً لم يتغير،

حتى إن الأزمة المالية التي حدثت في عامي ٢٠٠٨-٢٠٠٩ والسوق الهبوطية لم تغيرا من سلوكنا أي شيء، وتعتبر كل أنشطة السوق تقريباً هذه الأيام قصيرة الأجل.

ففي عام ١٩٦٠ كانت القيمة المرجحة السنوية لحجم التداول في بورصة نيويورك للأوراق المالية والبورصة الأمريكية أقل من ١٠٪، أما الآن فقد زادت النسبة إلى ما هو

أكبر من ٣٠٠٪، أي زيادة بمعدل ٣٠ ضعفًا على مدار الـ ٥٠ سنة الماضية. ومن الصعب تصديق أن هذه الزيادة الهائلة في النشاط لم يكن لها أي تأثير تحويلي في السوق والأطراف المشاركة فيها.

ومن الناحية النظرية، فإن الزيادة في المشاركة السوقية مقترنة بأحجام تداول عالية تؤدي إلى اكتشاف أفضل الأسعار؛ ما يؤدي إلى تضيق الفجوة بين القيمة

والسعر، مع انخفاض مماثل في ضجيج السوق وتقلباتها، لكننا قد تعلمنا في الحقيقة أنه حال كانت الأطراف المشاركة في السوق مضاربة وليست مستثمرة، فمن

المحتمل أن نرى العكس تمامًا: إن الزيادة في نشاط التداول ستعمل على توسيع الفجوة بين القيمة والسعر، وزيادة الاضطرابات في النظام؛ ما سيؤدي إلى زيادة

كبيرة في معدل التقلب، وفي هذا العالم لن يشعر المستثمر الذي يقع رهينة ضغوطات الأداء على المدى القصير إلا بالاستياء.

ويجب ألا يسير الأمر على هذا النحو، فقد نبغ النجاح الذي حققه " وارن بافيت " من رغبته في لعب اللعبة بشكل مختلف، ونحن جميعًا مدعوون إلى الانضمام

إلى هذه اللعبة، ونحن على علم بأن الشرط الوحيد للنجاح في هذه اللعبة هو الرغبة في اتباع مجموعة مختلفة من القواعد، ولا يوجد من بين هذه القوانين ما هو

أهم من قيمة الصبر.

إن الوقت والصبر وجهان لعملة واحدة، وهذا هو جوهر " وارن بافيت "؛ حيث يرجع الفضل في النجاح الذي حققه إلى الصبر الذي تحلى به كثيرًا في التعامل مع

كل من الشركات المملوكة بالكامل لشركة بيركشاير، والأسهم العادية في داخل المحفظة

المالية. وفي ذلك العالم ذي الإيقاع السريع والنشاط المستمر، كان "بافيت"

يعمل عمدًا بوتيرة أبطأ. ومن يراقب هذا الوضع عن بعد، قد يظن أن هذا التوجه المتكاسل يعني إضاعة فرصة تحقيق أرباح سهلة، لكن هؤلاء الذين أصبحوا

يقدرّون قيمة هذه العملية يدركون أن "بافيت" وشركة بيركشاير يجمعان ثروة طائلة؛ فالضارب لا يتحلى أبدًا بالصبر، أما "بافيت" المستثمر فهو يعيش متحليًا به. وكما يذكرنا حين يقول: "إن أفضل شيء في الوقت هو طوله".

وهكذا نعود إلى نقطة البداية، إلى القضية الجوهرية التي تتعلق بالعواطف ونقيضها، وهي العقلانية، فسنجد أن الذكاء وحده ليس كافيًا لضمان نجاح

الاستثمار. ويقول "وارن بافيت": "إن التحلي بالعقلانية أمر أساسي وضروري عند قيام الآخرين باتخاذ القرارات التي تقوم على الخوف أو الجشع على المدى

القصير؛ فهذا هو الوقت الذي يتم فيه كسب المال" ١٢ .

ويقر "بافيت" بأنه ليس غنيًا، وليس فقيرًا، بسبب تقلبات السوق من حيث السعر على المدى القصير؛ حيث إن فترة احتفاظه بالأوراق المالية طويلة الأمد. في الوقت

الذي لا يتحمل فيه معظم الأفراد عدم الراحة المقترن بانخفاض أسعار الأسهم، لا يفقد "بافيت" الثقة بنفسه؛ وذلك لأنه يؤمن بأن بإمكانه التغلب على السوق في

تقدير قيمة أية شركة. ويرى "بافيت" أنه إذا لم تستطع تقديم أداء أفضل كذلك، فأنت لا تصلح لهذه اللعبة، فالأمر يشبه الألعاب الورقية، ويوضح هذا بأنه إذا

كنت تمارس اللعب منذ فترة، ولا تعرف من هو الشخص الذي يسهل خداعه واستغلاله، فأنت إذن هو هذا الشخص.

وفي غياب العقلانية، نجد أن المستثمرين يتصرفون بشكل تلقائي، وفق نظام التفكير ١، الذي يلائم المهام البسيطة التي يمكن التنبؤ بها، ولكنه لا يلائم التعقيد

الذي تتسم به سوق الأوراق المالية. وفي غياب العقلانية، نجد أن المستثمرين يصبحون أسرى مشاعر الخوف والجشع. وفي غياب العقلانية يكون مصير المستثمرين أن يصبحوا أشخاصًا يسهل خداعهم واستغلالهم في اللعبة التي تسمى الاستثمار.

الفصل الثامن: أعظم مستثمر في العالم

عادة ما يطلق عليه لقب أعظم مستثمر في العالم، لكن كيف لنا التأكد من هذا الأمر؟ كيف يمكن لأي شخص بالضبط أن يحاول تحديد مدى صحة هذا الادعاء؟

يبدو لي أن كل ما نحتاج إلى القيام به هو أن نتأمل اثنين من المتغيرات البسيطة، وهما: الأداء المتفوق النسبي، ومدى استمراريته. وهما عنصران مهمان؛ فليس

كافيًا أن نحدث تفوقًا في سوق الأوراق المالية على المدى القصير، فلقد حقق عدد كبير من المستثمرين هذا الأمر بين وقت وآخر، لكن ما يهم بالفعل هو تحقيق ذلك

فترة طويلة من الوقت. وكما يوضح "مايكل موبوسين" براءة في كتابه The success Equation (مطبعة كلية إدارة الأعمال بجامعة هارفارد، ٢٠١٢)، هناك قدر

من الحظ والمهارة في مجال الأعمال، والرياضة، والاستثمار، وتعد الطريقة الوحيدة التي يمكننا من خلالها تحديد من ستكون له الغلبة فيما بين الحظ والمهارة،

هي فحص النتائج بمرور الوقت. وقد يلعب الحظ دورًا على المدى القصير، لكننا بمرور الوقت سنتمكن من معرفة وجود المهارة من عدمه، وهنا نجد أن "بافيت" لا

يضاهيه أي شخص في ذلك.

لقد عمل " وارن بافيت" في إدارة الأموال لما يقرب من ٦٠ عامًا، وقد انقسمت تلك الفترة بين الوقت الذي قضاه في إدارة شركة بافيت إنفيستمينت بارتشرشيب ذات

المسئولية المحدودة (١٩٥٦-١٩٦٩)، والوقت الطويل الذي قضاه كذلك في إدارة شركة

بيركشاير هاثاواي بدءًا من عام ١٩٦٥، وهو العام الذي تولى فيه قيادة الشركة.

عندما كان في الخامسة والعشرين من عمره، أسس "بافيت" شركته الصغيرة، ولم يكن لديه سوى قدر قليل نسبيًا من المال في ذلك الوقت (لم تتجاوز استثماراته

١٠٠ دولار آنذاك). ومع أن الهدف من هذه الشركة كان تحقيق ما لا يقل عن ٦٪ عائداً سنويًا، فإن "بافيت" وضع لنفسه هدفًا أصعب كثيرًا من ذلك، وهو: التغلب

على مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة ١٠ نقاط مئوية في العام، لكن أداءه فاق ذلك كثيرًا، فما بين عامي ١٩٦٥ و١٩٦٩ تمكن "بافيت" من تطوير الشركة لتحقيق معدلًا

سنويًا مركبًا قدره ٢٩.٥٪، أي بزيادة تفوق مؤشر داو بمقدار ٢٢ نقطة مئوية. والمستثمر الذي استثمر نحو ١٠٠٠٠ دولار في شركة "بافيت" في البداية، وحافظ على

استثماره بها حتى النهاية، حقق صافي أرباح بمقدار ١٥٠٢٧٠ دولار، وذلك بعد خصم حصة "بافيت" في الأرباح، أما استثمار المبلغ نفسه في مؤشر داو، فكان صافي

الأرباح يقدر بـ ١٥٢٦٠ دولار. وخلال تلك الفترة خسر مؤشر داو العديد من الأموال على مدار خمس سنوات مختلفة، بينما حقق فيها "بافيت" الكثير من الأرباح،

وتمكن من التغلب على مؤشر داو كل عام.

وكان هناك في تلك الفترة عدد قليل جدًا من المديرين الناجحين، الذين يمكن أن يقارن "بافيت" نفسه بهم. وظهر على الساحة في منتصف ستينيات القرن

العشرين قرب الفترة التي كان يفكر فيها "بافيت" في إغلاق شركته، كل من "جيرالد تساي" و"فريد كار". لقد تمكنا من بناء سمعة جيدة، ولكنهما دمرها عندما

قاما ببيع أسهم سريعة الرواج عالية المضاربة. وفي واحدة من أوائل المقالات التي كتبتها "كارول لوميس" في مجلة فورتن بعنوان: "لا أحد يستطيع مواكبة

جونز" (أبريل ١٩٦٦)، حيث قارنت أداء شركة "بافيت" بأداء شركة مدير صندوق التحوط

"ألفريد وينسلو جونز". في ذلك الوقت كانت شركة إيه. دبليو. جونز أند

كومباني قد حققت سجلاً من الإنجازات الحافلة لمدة عشر سنوات، لكن "بافيت" لم يكن قد قضى سوى تسع سنوات في إدارة الأموال. وتفحصت "كارول" عائدات

السنوات الخمس المتتالية التي حققها كلا المستثمرين، ووجدت أن "بافيت" قد أحرز فوزاً صعباً على "جونز" متفوقاً عليه بنسبة ٣٣٤٪ إلى ٣٢٥٪، ولكن كما

توضح "كارول"، ف"بافيت" أغلق شركته بعد فترة قصيرة، في حين أن "جونز" استمر في اللعبة، وعانى كالأخرين الذين لم يكونوا قادرين على إدراك أن هناك مبالغة كبيرة في تقدير أسعار الأسهم.

وبغض النظر عن سجل الأداء الرائع لشركة بافيت إنفيستمينت بارتنرشيب، فإن الادعاء بأن "بافيت" هو أعظم مستثمر في العالم يمكن أن ينسب بسهولة إلى ما

حققه في شركة بيركشاير هاثاواي، كما يوضح الجدول ٨-١. فعلى مدار ٤٨ سنة ما بين عامي ١٩٦٥ و٢٠١٢، نجد أن القيمة الدفترية لشركة بيركشاير هاثاواي قد نمت

من ١٩ دولاراً للسهم الواحد، إلى رقم مذهل، وهو ١١٤.٢١٤ دولار، بمعدل سنوي للعائد تبلغ نسبته ١٩.٧٪. ومقارنة مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ - مع تضمين

توزيعات الأرباح- نجد أنه قد ارتفع بنسبة ٩.٤٪. وخلال الـ ٤٨ سنة هذه نجد أن ستاندرد أند بورز ٥٠٠ قد خسر كثيراً من الأموال طيلة ١١ عاماً، بمعدل مرة كل

خمس سنوات تقريباً، في حين أن شركة بيركشاير شهدت عامين سلبيين فقط.

الجدول ٨-١ أداء شركة بيركشاير مقابل مؤشر إس أند بي ٥٠٠

التغير السنوي للنسبة المئوية				
السنة	(١)	في مؤشرات إس آند بي 5٠٠ مع تصحيحات توزيعات الأرباح	في القيمة الدفترية لكل سهم في شركة بيركشاير	النسبة المئوية لتأثير
١٩٦٥	٢٣,٨	١٠,٠	١٣,٨	
١٩٦٦	٢٠,٣	(١١,٧)	٣٢,٠	
١٩٦٧	١١,٠	٣,٠٩	(١٩,٩)	
١٩٦٨	١٩,٠	١١,٠	٨,٠	
١٩٦٩	١٦,٢	(٨,٤)	٢٤,٦	
١٩٧٠	١٢,٠	٣,٩	٨,١	
١٩٧١	١٤,٤	١٤,١	١,٨	
١٩٧٢	٢١,٧	١٨,٦	٢,٨	
١٩٧٣	٤,٧	(١٤,٨)	١٩,٥	
١٩٧٤	٥,٥	(٢٦,٤)	٣١,٩	
١٩٧٥	٢١,٩	٣٧,٢	(١٥,٢)	
١٩٧٦	٥٩,٣	٢٢,٦	٣٥,٧	
١٩٧٧	٣١,٩	(٧,٤)	٣٩,٣	
١٩٧٨	٢٤,٠	٦,٤	١٧,١	
١٩٧٩	٣٥,٧	١٨,٢	١٧,٥	
١٩٨٠	١٩,٣	٣٧,٢	(١٣,٠)	

يتبع

الجدول ٨-١ تابع

التغير السنوي للنسبة المئوية			
التأثير النسبية	في مؤشر إس أند بي 500 مع تضمين توزيعات الأرباح	في القيمة الدفترية لكل سهم في شركة بيركشاير	
	(٢)	{١}	السنة
(١) - (٢)	٢٦.٥	١٩.٨	٢٠٠٩
(٦.٧)	١٥.١	١٣.٠	٢٠١٠
٢.٥	٢.١	٤.٦	٢٠١١
(١.٠)	١١.٠	١٤.٤	٢٠١٢
١٠.٣	٢٩.٤	٪١٦.٧	الربح السنوي المركب ٢٠١٢-١٩١٥
	٢٧.٤٣٣	٢٥٨٦.٨١٧	إجمالي الربح ٢٠١٢-١٩٦٤

ووفقًا لتلك الأرقام الهائلة، نجد أن الأداء المتميز قد استمر فترات طويلة، ومن ثم يكون من الصعب مجادلة تلك العبارة التي تقول إن " وارن بافيت" هو أعظم مستثمر في العالم، لكن ماذا إذا ما نظرنا إلى ما وراء الأرقام؟

شخصية بافيت الخاصة

كيف يجب علينا أن نفكر في رجل بدأ حياته العملية في إدارة الأموال عندما كان "دوايت أيزنهاور" رئيسًا، واستمر يؤدي دوره على أكمل وجه ستة عقود لاحقة؟

في الوقت الذي لم يكن قد بلغ فيه " وارن بافيت" مرحلة المراهقة بعد، أعلن ذلك الشاب للجميع أنه سيصبح مليونيرًا عندما يتم عامه الثلاثين، وإن لم يتمكن من

تحقيق ذلك، فسيقفز من فوق أطول مبنى في مدينة أوماها. بالطبع كان يمزح - في الجزء

الخاص بقفزه من فوق أطول مبنى في المدينة - بل أيضًا طموحه في أن

يصبح مليونيرًا لم يكن هو ما قد نتوقعه. فلقد تجاوز اليوم هدفه في مرحلة الشباب، لكن هؤلاء الذين يعرفون "بافيت" جيدًا، يعرفون أنه لا يأبه كثيرًا بعيش

نمط حياة أصحاب المليارات، فلا يزال "بافيت" يعيش حتى الآن في المنزل نفسه الذي اشتراه عام ١٩٥٨ في مدينة أوماها، ويقود سيارة أمريكية قديمة الطراز،

ويفضل تناول شطائر اللحم بالجبن، والمشروبات الغازية، وتناول الآيس كريم، على الذهاب إلى المطاعم الفاخرة، والرفاهية الوحيدة التي سمح لنفسه بها هي

طائرته الخاصة المفضلة لديه. ويقول "بافيت": "إنني لا أجد متعة في كرز المال، بل إن متعتي هي كسب المال ورؤيته يزداد" ١ . وكما عرفنا في الفصل الأول أنه يجد

متعة كبيرة عند قيامه بالتبرع بالأموال للآخرين.

في عالم تتحول فيه المشاعر الوطنية إلى عبارات رنانة سطحية، نجد أن " وارن بافيت" متفائل دوماً وجل برأيه عن الولايات المتحدة الأمريكية، فلم يخجل قط في

التعبير عن إيمانه بأن الولايات المتحدة تقدم فرصة رائعة لأي شخص يريد العمل بجد. إنه بشوش ومبتهج ومتفائل، ويقول الاعتقاد السائد إن الشباب هم من

يتسمون بالتفاؤل المطلق، وفيما يكبر الإنسان في العمر تبدأ كفة التشاؤم ترجح، لكن يبدو أن "بافيت" حالة استثنائية، وإنني أعتقد أن السبب وراء تفاؤله يرجع

إلى نجاحه لما يقرب من ستة عقود تقريبًا في إدارة الأموال، في ظل مجموعة كبيرة من الظروف العصيبة والأليمة؛ فقط ليرى السوق والاقتصاد والدولة تتعافى

وتزدهر.

إنه أمر يستحق الجهد، أن تبحث عبر محرك البحث جوجل عن الأحداث التي وقعت في خمسينيات القرن العشرين، وستينياته، وسبعينياته، وثمانينياته،

وتسعينياته، وفي العقد الأول من القرن الواحد والعشرين؛ فهي كثيرة بالدرجة التي تمنعنا من سردها كلها هنا، إلا العناوين الرئيسية التي ستضم كلاً من

وقوف العالم على حافة حرب نووية، واغتيال الرؤساء، وتقديمهم استقالاتهم، والاضطرابات الأهلية، وأعمال الشغب، والحروب الإقليمية، وأزمة النفط،

والتضخم المفرط، ومعدلات الفائدة التي تبدأ من ١٠٪ إلى أعلى، والهجمات الإرهابية، ناهيك عن الركود في بعض الأحيان والانهييار الدوري لسوق الأوراق المالية.

عندما سئل عن قدرته على تخطي تلك الفترات المحفوفة بالمخاطر التي تحدث اضطراباً في السوق، وتصيب معظم المستثمرين بالخوف، يجيب "بافيت" بتواضعه

المعهود، وببساطة: "إنني أحاول أن أكون جشعاً في الوقت الذي يتسم فيه الآخرون بالإدبار والخوف، وأن أتسم بالخوف في الوقت الذي يتسم فيه الآخرون

بالجشع"، لكنني أعتقد أن الأمر ينطوي على ما هو أكثر من ذلك كثيراً؛ حيث إن "بافيت" يتحلى بقدرة متطورة لا تساعد فقط على النجاة من الأحداث الصعبة

المحفوفة بالمخاطر التي تتصدر عناوين الأخبار، ولكن تساعد كذلك على الاستثمار بقوة خلال تلك الفترات العصيبة.

مزايا بافيت

ظل الأكاديميون وخبراء الاستثمار عدة سنوات يناقشون مدى صحة ما أصبحنا نطلق عليه اسم نظرية السوق الكفاء، وكما تتذكرون مما قرأتم في الفصل

السادس، فإن تلك النظرية الجدلية تشير إلى أن عملية تحليل سعر الأسهم ما هي إلا مضيعة للوقت؛ وذلك لأن الأسعار الحالية تعكس بالفعل كل المعلومات

المتاحة؛ لذا فإن هذا يعني أن السوق نفسها تجري لك كل الأبحاث التي تحتاج إليها. ويدعي أولئك الذين يؤمنون بهذه النظرية -على سبيل السخرية نوعاً ما- أن

خبراء الاستثمار يمكنهم اختيار الأسهم الرابحة من خلال إلقاء السهام على صفحة أسعار الأسهم بشكل عشوائي بالضبط، وينجحون في ذلك بدرجة نجاح المحلل

المالي نفسه الذي يقضي ساعات، عاكفاً على قراءة التقارير السنوية، أو التقارير نصف السنوية.

لكن النجاح الذي حققه البعض، وأبرزهم " وارن بافيت"، في التفوق على المؤشرات الرئيسية، يدل على أن نظرية السوق الكفاء معيبة، ونجد أن الآخرين، ومن

بينهم "بافيت"، يتجادلون في أن السبب في أن معظم مديري الأموال يؤديون أداءً أقل من السوق، لا يعود إلى كفاءة السوق، ولكن إلى أن هناك خللاً في طرق

إدارتهم.

ويعتقد خبراء الإدارة أن الشركات الناجحة لها ثلاث مزايا بارزة، وهي: ميزة سلوكية، وميزة تحليلية، وميزة تنظيمية ٢ . وعندما ندرس شخصية " وارن بافيت"،

يمكننا أن نرى كل ميزة من هذه المزايا بشكل عملي.

الميزة السلوكية

يخبرنا "وارن بافيت" بأن الاستثمار الناجح لا يتطلب امتلاك مستوى عالٍ من الذكاء، أو الحصول على دورات تدريبية كتلك التي يتم تدريسها في كليات إدارة

الأعمال. وما يهم أكثر هو الطباع، وعندما يتحدث "وارن بافيت" عن الطباع فإنه يقصد العقلانية؛ فحجر الزاوية في العقلانية هو القدرة على رؤية الماضي والحاضر

وتحليل العديد من السيناريوهات الممكنة، ثم اتخاذ قرار مدروس، وهذا باختصار هو "وارن بافيت".

إن من يعرف "وارن بافيت" يتفق على أن العقلانية هي ما يميزه عن الباقين، وكما يقول "تشارلي مانجر": "كان هناك ألف شخص يدرس معي في كلية هارفارد

للحقوق، وكنت أعرف كل الطلبة المتفوقين بينهم، لكن لم يكن من بينهم من كان يضاھي وارن. إن عقله عبارة عن آلية عقلانية رائعة" ٣. كما أن "كارول

لوميس" التي تعمل بمجلة فورتن، وتعرف "وارن بافيت" منذ أكثر من ٥٠ عامًا، ترى أن العقلانية هي السمة الأساسية الأكثر أهمية في نجاحه الاستثماري ٤.

"روجر لوينستين" مؤلف كتاب Buffett: The

Making of an American Capitalist يقول: "إن

عبقريّة بافيت تكمن في عبقرية شخصيته إلى حد كبير، أي

تحليه بالصبر والانضباط والعقلانية" ٥.

كما يعتقد "بيل جيتس"، وهو عضو مجلس إدارة شركة بيركشاير هاثاواي، أن العقلانية هي السمة المميّزة لـ"بافيت". لقد اتضحت هذه النقطة بشكل جلي

عندما جلس الصديقان في ظهيرة أحد الأيام في إحدى قاعات المحاضرات في جامعة واشنطن في سياتل، يجيبان عن أسئلة الطلاب المحتشدين هناك. وكان أحد

الأسئلة الأولى التي وجهها أحد الطلبة إليه، هو: "كيف وصلت إلى ما وصلت إليه؟ كيف

أصبحت بكل هذا الثراء الفاحش؟ أخذ "بافيت" نفساً عميقاً، ثم بدأ يجيب

قائلاً: "إن السبيل الذي سلكته في الوصول إلى هنا كان بسيطاً للغاية في حالتي، فالأمر لا يتعلق بمعدل الذكاء لديّ، إنني متأكد أنكم ستكونون سعداء لسماع

هذا، إن السمة الأهم هي العقلانية، فكثيراً ما كنت أعتبر أن معدل الذكاء والموهبة هما قوة المحرك، ولكنني اكتشفت أن المردود -أي الكفاءة التي تعمل بها قوة

المحرك هذه-يعتمد على العقلانية؛ فهناك الكثير من الأشخاص يبدأون بقوة محرك قدرها ٤٠٠ حصان، ولكنهم يحصلون على مردود قدره ١٠٠ حصان على أرض

الواقع. فمن الأفضل كثيراً أن تكون لديك قوة محرك تبلغ ٢٠٠ حصان، وتحصل عليها كلها في المردود.

ويسترسل "بافيت" في حديثه قائلاً: "إذن لماذا يقوم الأشخاص الأذكىاء ببعض الأمور التي تتعارض مع تحقيقهم النتائج المرجوة؟ هذا الأمر يرجع إلى عاداتهم،

وشخصياتهم، وطباعهم، وإلى تصرفهم بشكل عقلائي، ولا يقفون في طريق أنفسهم. وكما قلت من قبل إن لدى كل شخص بالتأكيد القدرة على تحقيق ما حققته

أنا، بل أكثر منه. وبعضكم سيستطيع تحقيق ذلك، والبعض لن يستطيع. أما بالنسبة إلى هؤلاء الذين لن يستطيعوا فعل ذلك، فسيكون السبب وراء ذلك هو

أنهم وقفوا في طريق أنفسهم، وليس لأن العالم هو الذي لم يسمح لهم بتحقيق ما يطمحون به" ٦ .

ويتفق كل من يعرف " وارن بافيت"، وكذلك " وارن بافيت" نفسه، على أن: القوة الدافعة له هي العقلانية، والقوة الدافعة لإستراتيجيته في الاستثمار هي

التخصيص الرشيد لرأس المال؛ حيث إن تحديد الطريقة التي يتم من خلالها تخصيص أرباح الشركة، هو أهم قرار يتخذه المدير، كما أن تحديد كيفية تخصيص

المدخرات هو أهم قرار يتخذه المستثمر؛ فالعقلانية -أي التحلي بالتفكير العقلاني في أثناء اتخاذ هذا القرار- هي السمة التي يعجب بها "بافيت" كثيرًا. وعلى الرغم

من التقلبات الضمنية في الأسواق المالية، فإن هناك شيئًا من المنطق يسود بها، ونجاح "بافيت" هو نتيجة اتباعه هذا المنطق، وعدم الانحراف بعيدًا عنه قط.

الميزة التحليلية

عندما يستثمر "بافيت"، فإنه يرى الشركة ككل، في حين أن معظم المستثمرين لا يرون إلا سعر السهم. إنهم يكرسون الكثير من الوقت والجهد في المتابعة والتنبؤ

وتوقع تغيرات السعر، ويقضون وقتًا قليلًا للغاية في فهم الشركة المملوكة لهم بشكل جزئي. وقد يبدو ذلك بسيطًا، لكن هذا الأمر كان هو الأساس الذي ميز

"بافيت" عن الآخرين.

لقد اكتسب "بافيت" قدرة على التفكير التحليلي جراء امتلاكه وإدارته بعض الأعمال التجارية. وذاق طعم النجاح والفشل في مشروعاته التجارية، وقد طبق تلك

الدروس التي تعلمها على سوق الأوراق المالية. ولم يتلقَ معظم المستثمرين المحترفين التعليم المفيد ذاته؛ ففي الوقت الذي كانوا يعكفون فيه على دراسة نماذج

تسعير الأصول الرأسمالية، ومعامل بيتا، والنظرية الحديثة لإدارة محفظة الأوراق المالية، كان "بافيت" يدرس بيانات الدخل، وشروط إعادة استثمار رأس المال،

وقدرات شركاته على توليد النقد. ويتساءل "بافيت" قائلًا: "هل يمكنك أن تشرح لسمة إحساس السير على اليابسة؟ إن التجربة العملية للسير يومًا واحدًا على

اليابسة تساوي ألف عام من الحديث عن هذا الأمر، كما أن إدارة شركة يومًا واحدًا لها القيمة نفسها" ٧ .

ويرى "بافيت" أنه ينبغي للمستثمر ورجل الأعمال أن ينظروا إلى الشركة بالطريقة نفسها؛

لأن هدفهما واحد في الأساس، فرجل الأعمال يريد أن يشتري الشركة

كلها، ويريد المستثمر أن يشتري أجزاء منها، وإذا سألت رجال الأعمال عما يفكرون فيه عند شرائهم شركة ما، فعلى الأرجح سيجيبون قائلين: "مقدار المال الذي

سنجنيه من هذه الشركة". وتنص النظرية المالية على أنه بمرور الوقت يكون هناك ارتباط مباشر بين قيمة الشركة وقدرتها على توليد النقد؛ لذا يجب على كل من

المستثمر ورجل الأعمال كذلك إذا ما أرادا تحقيق الأرباح، الأخذ في الاعتبار المتغيرات نفسها التي تطرأ على السوق.

ويقول "بافيت": "إنني أرى أن الطلاب الساعين إلى فهم عالم الاستثمار يحتاجون إلى إتقان دورتين دراسيتين إتقاناً جيداً، وهما: كيف تقدر قيمة العمل التجاري،

وكيف تفكر في أسعار السوق". ٨

وتذكر أن سوق الأوراق المالية تبدو في كثير من الأحيان كأنها مصابة باضطراب الهوس الاكتئابي؛ حيث نجدها في بعض الأحيان متحمسة بشكل كبير للغاية بشأن

التوقعات المستقبلية، وفي أحيان أخرى نجدها مثبطة على نحو غير منطقي. وبالطبع يخلق هذا الأمر بعض الفرص، خاصةً عندما تكون أسهم شركات بارزة متاحة

بأسعار منخفضة للغاية. وبالطبع، مثلما لن تقبل نصحاً من مستشار يبدو أنه يعاني أعراض الهوس الاكتئابي، يجب عليك أيضاً ألا تسمح للسوق بأن تملي عليك

أفعالك؛ فسوق الأوراق المالية لا تقوم بدور التعليم أو التوجيه، بل إن دورها ينحصر فقط في مساعدتك على فهم آليات شراء أو بيع الأسهم في سوق الأوراق

المالية. وإذا كنت تؤمن بأن سوق الأوراق المالية هي أكثر ذكاءً منك، فلتمنحها أموالك من خلال استثمارها في الصناديق المربوطة بالموشرات، لكن إذا كنت قد

أعددت نفسك جيداً، ووثقاً تمام الثقة بأنك تفهم عملك جيداً، إذن فلتتوقف عن متابعة

سوق الأوراق المالية.

لا يجلس "بافيت" متسمرًا أمام شاشة الكمبيوتر للاطلاع على الأسهم المرتفعة والمنخفضة، ويبدو أن وضعه يسير على ما يرام دون فعل ذلك. وإذا كنت تخطط

لامتلاك بعض الأسهم في إحدى الشركات البارزة عدة سنوات، فإن ما يحدث في السوق بشكل يومي غير مهم. وستندهش حين تكتشف أن محفظتك المالية يكون

وضعها جيدًا دون أن تطلع باستمرار على أسعار الأسهم في السوق. وإذا لم تكن تصدق ذلك، فلتختبر نفسك. وحاول ألا تطلع على سوق الأوراق المالية طيلة ٤٨

ساعة، ولا تنظر إلى جهاز الكمبيوتر الخاص بك، أو إلى هاتفك المحمول، ولا تطلع على الصحف، ولا تستمع إلى موجز أداء البورصة في التلفاز أو الراديو. وإذا

سارت الأمور في شركتك بعد ثلاثة أيام على أفضل ما يرام، فحاول ألا تتابع سوق الأوراق المالية مدة ثلاثة أيام، ثم مدة أسبوع كامل. وخلال وقت قصير للغاية

ستقتنع بأن وضعك الاستثماري سيصمد أمام مصاعب السوق، وأن شركتك ستستمر في العمل دون انتباهك المستمر بأسعار الأسهم.

ويقول "بافيت": "بعد أن نشترى الأسهم، لن ننزعج كثيرًا لإغلاق السوق مدة عام أو عامين؛ فنحن لسنا محتاجين إلى تقييم مالي يومي لوضع أسهمنا في شركة

سيز كانديز للتصديق على أن وضعنا جيد، فلماذا إذن نحتاج إلى أي تقييم على مصالحنا المالية بشركة كوكاكولا؟" ٩. ويخبرنا "بافيت"، بمنتهى الوضوح، بأنه لا

يحتاج إلى سعر السوق للتصديق على جودة استثمارات شركة بيركشاير في الأسهم العادية. وينطبق الأمر ذاته على فرادى المستثمرين، وستعلم أنك قد اقتربت من

مستوى "بافيت" عندما يتجه انتباهك إلى سوق الأوراق المالية، ويكون السؤال الوحيد الذي يتبادر إلى ذهنك هو: "هل قام أي شخص بأي عمل أحقق مؤخرًا من

شأنه أن يمنحني فرصة لشراء شركة كبيرة بسعر ممتاز؟".

وبالضبط، كما يقضي الأشخاص ساعات بلا جدوى قلقين بشأن الأوضاع في سوق الأوراق المالية، يقضون كذلك ساعات بلا جدوى في القلق غير المبرر على الاقتصاد.

وإذا وجدت نفسك تناقش وتتجادل بخصوص ما إذا كان الوضع الاقتصادي يتجه إلى النمو، أو في طريقه إلى الركود، أو كانت أسعار الفائدة تتحرك صعوداً أو

هبوطاً، أو كان هناك تضخم، أو انخفاض في معدل التضخم، فتوقف! أعط نفسك راحة؛ ف"بافيت" مراقب عابر للأوضاع الاقتصادية، ولم يكن يخصص وقتاً ولا جهداً كبيراً للتحليل بقصد التنبؤ بالوضع الاقتصادي في المستقبل.

وعادة ما يبدأ المستثمرون بافتراض اقتصادي، ثم يقومون باختيار الأسهم التي تتناسب بدقة مع هذا المخطط الكبير. أولاً لا يوجد هناك أي شخص لديه قدرة

تخمينية اقتصادية بقدر ما لديه من قدرات تخمينية بشأن سوق الأوراق المالية. ثانياً إذا قمت باختيار الأسهم التي لن تثمر إلا في بيئة اقتصادية معينة، إذن فإنك

بذلك لا محالة تفتح المجال أمام دوران رأس المال والمضاربة، وسواء أكانت تنبؤاتك بخصوص الوضع الاقتصادي صحيحة أم لا، فإنك ستجد نفسك تقوم باستمرار

بتعديل محافظتك المالية لتحقيق النجاح في السيناريو الاقتصادي التالي. ويفضل "بافيت" شراء الشركات التي لديها فرص تحقيق الربح بغض النظر عن الوضع

الاقتصادي. وبالطبع قد تؤثر قوى الاقتصاد الكلي في عائد هامش الربح، ولكن بشكل عام تستطيع شركات "بافيت" تحقيق الأرباح بشكل جيد على الرغم من

التقلبات الاقتصادية. ومن الأكثر حكمة استثمار الوقت في تحديد شركة وامتلاكها، تلك الشركة التي تقدر على تحقيق الربح في مختلف البيئات الاقتصادية بدلاً

من شراء مجموعة من الأسهم التي لن تحقق الفائدة المرجوة منها، إلا إذا صح التخمين

بشأن الأوضاع الاقتصادية.

الميزة التنظيمية

قال "ونستون تشرشل" مخاطبًا مجلس العموم عام ١٩٤٤، في مبنى أصيب بأضرار جسيمة جراء الغارات الجوية في اليوم السابق: "نحن نشكل مساكننا، ثم

تشكلنا مساكننا". إن هذه الحقيقة البليغة التي يحبها أجيال من المهندسين المعماريين كثيرًا، تساعدنا كذلك على فهم شكل شركة بيركشاير هاتاواي، وطبيعة من بناها. ومن المفيد في أثناء تناولنا ميزات "بافيت" أن نلقي نظرة على الهيكل التنظيمي للشركة التي بناها.

لست متأكدًا عندما اشترى "بافيت" سهمه الأول في شركة بيركشاير هاتاواي بسعر ٧ دولارات، أنه كانت لديه رؤية واسعة الأفق عما ستكون عليه شركة بيركشاير

بعد نصف قرن، ولكن كما توقع "تشرشل"، فإن الشركة بالفعل قد عكست سمات المهندس المعماري الذي قام بإنشائها، ويجسد "وارن بافيت" المستثمر خصائص شركته.

ويستند نجاح شركة بيركشاير هاتاواي على ثلاث ركائز أساسية، الأولى هي أن الشركات التابعة تدر كميات كبيرة من الأرباح التي يتم إرسالها إلى مقر الشركة في أوماها، وتأتي هذه الأرباح من المبالغ المالية المحصلة من عمليات التأمين الكبرى الخاصة بها، إلى جانب قدرتها على توليد الربح من الشركات غير المالية التابعة لها بشكل كامل.

ثانيًا: يقوم "بافيت" الذي يخصص رأس المال بأخذ هذه الأرباح وإعادة استثمارها في العديد من الفرص التي تدر عليه الكثير من الأموال؛ ما يسمح له بشراء الكثير

من الشركات المدرة للأرباح، وعندما تدر عليه هذه الشركات الكثير من الأرباح، فإن هذا من شأنه أن يسمح له ... إنني متأكد أنك قد فهمت الأمر.

أما الركيزة الأخيرة فهي اللامركزية؛ حيث يتولى إدارة كل شركة من الشركات التابعة مديرون موهوبون للغاية، هؤلاء المديرون الذين لن يحتاجوا إلى مساعدة من

"بافيت" في إدارة تلك الشركات. لقد ساعد ذلك على سير الأمور على أفضل ما يرام، حيث ساعد ذلك "بافيت" على تركيز كل طاقاته على تخصيص رأس المال،

وهذه هي أفضل مواهبه. ويمكن تلخيص مبدأ "بافيت" في الإدارة في العبارة الآتية: "كلما عينت مديرين بارعين، قل الجهد الذي تبذله في الإدارة". وقد بلغ عدد

الشركات التابعة لشركة بيركشاير هاثاواي ٨٠ شركة، وعدد القوى العاملة بها أكثر من ٢٧٠.٠٠٠ موظف، لكن يعمل في مقر الشركة ٢٣ موظفًا فقط.

وقد قال "ويليام ثورندايك" مؤلف كتاب

The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational
Blueprint For
Success

إن أسلوب بناء شركة بيركشاير هاثاواي قد أدى إلى شيء أكثر قوة وفاعلية من إستراتيجية عمل بسيطة، وكتب قائلًا: "لقد وضع بافيت وجهة نظر عالمية، تؤكد في

جوهرها تطوير العلاقات طويلة الأجل مع الأشخاص والشركات المميزين، وتفادي حركة رأس المال غير الضرورية، التي من شأنها أن تعوق سبيل التراكم

الاقتصادي الذي يعد أساس خلق القيمة على المدى الطويل" ١٠ .

ويرى "ثورندايك" أنه يمكن فهم شخصية "بافيت" أكثر باعتباره "مديرًا/ مستثمرًا/ فيلسوفًا هدفه الأساسي هو تقليل معدل الدوران" ١١ ، لماذا؟ ذلك لأن هناك

تكلفة لمعدل الدوران، وأنا لا أتحدث فقط عن عمولات التداول وضريبة الأرباح

الرأسمالية. ووفقًا لعقلية "بافيت" فإن تكلفة الدوران تتعلق أكثر بالعنصر البشري.

فإذا كنت قد جمعت أسهم أفضل الشركات، التي يديرها أفضل المديرين، ويمولها أفضل المساهمين، فلماذا يريد الجميع عرقلة السبيل أمام خلق القيمة على

المدى الطويل، التي تنبع من هذه التركيبة القوية والفعالة؟

تعلم التفكير مثل بافيت

في غضون الأعوام العشرين أو أكثر التي كتبت فيها عن "بافيت"، وألقيت محاضرات عنه كذلك، وعن نجاحه منقطع النظر، كان أحد التعليقات التي أسمعها

عادة على غرار هذا التعليق التالي: "حسنًا، إذا كنت أمتلك تلك الملايين التي يمتلكها بافيت، لكنت قد جنيت المزيد من الأرباح في سوق الأوراق المالية أيضًا". لا

أستطيع فهم هذه الطريقة في التفكير على الإطلاق. فإذا ما اتبعنا أسلوب التفكير المنطقي فيما يقولونه، فسنجد أننا في البداية يجب أن نكون أغنياء قبل أن نكون

لدينا المواهب التي تساعدنا على تحقيق الثراء، لكنني أود أن أذكركم بأن "بافيت" قد أسس عملية استثمار متفردة، قبل أن يجني الملايين، ناهيك عن المليارات.

وسأبذل قصارى جهدي لأقنعك بأنه لا يوجد أي سبب في إطار حدودك المالية يمنعك من تحقيق النجاح الذي حققه "بافيت"، إذا وظفت مبادئه في طرق تفكيرك،

وبنيت قراراتك الاستثمارية في ضوء هذه المبادئ. ولا يمكنني أن أضمن لك أنك ستتمكن من أن تبدأ بمبلغ ١٠٠ دولار، وتنتهي بك الحال بعد عدة سنوات لاحقة

بجني المليارات، لكنني أستطيع أن أضمن لك أن حالك ستكون أفضل من شخص ما لديه الموارد المالية ذاتها، ويعتمد على أي من مخططات المضاربين المنتشرة في

كل مكان.

لذا دعونا نبدأ شرح الخطوات من خلال طرح موقف افتراضي.

فدعنا نفترض أن عليك أن تتخذ قرارًا مهمًا للغاية؛ حيث ستمنح غدًا فرصة لاختيار إحدى الشركات لتستثمر فيها، شركة واحدة فقط. ولجعل الأمر يبدو أكثر

إثارة، دعنا نفترض كذلك أنه بمجرد أن تتخذ القرار، لا يمكنك أن تعدل عنه، علاوة على ذلك، عليك أن تحافظ على هذا الاستثمار طيلة ١٠ سنوات، بحيث يكون

الربح الذي ستحصل عليه من هذا الاستثمار في النهاية هو الدعم الذي تتلقاه بعد تقاعدك، فما الذي ستفكر فيه الآن؟

مبادئ الشركة

هل الشركة بسيطة ومفهومة المجال؟ لا يمكنك عمل تقدير تخميني عن مستقبل الشركة الخاصة بك إذا لم تفهم كيفية جنيها الأرباح، فغالبًا ما يستثمر

الكثيرون في سوق الأوراق المالية دون أن تكون لديهم أدنى فكرة عن كيفية تحقيق الشركة المبيعات، وتكبدتها النفقات، وجني الأرباح. وإذا كان باستطاعتك أن تفهم

العملية الاقتصادية، فإنك تكون بذلك مستعدًا للمضي قدمًا בזكاء في بحثك.

هل للشركة تاريخ تشغيل ثابت؟ إذا كنت ستقوم باستثمار أموالك في شركة ما من شأنه أن يؤثر على مستقبل عائلتك، فإنك ستحتاج إلى أن تعرف ما إذا كانت

الشركة قد صمدت أمام تقلبات السوق، فليس من المحتمل أن تخاطر بمستقبلك في شركة جديدة لم تواجه دورات اقتصادية وقوى تنافسية مختلفة. ويجب أن

تتأكد من أن شركتك قد قضت وقتًا طويلًا في سوق العمل، بما يؤهلها لإثبات قدرتها بمرور الوقت على جني الكثير من الأرباح.

هل للشركة آفاق مستقبلية مبشرة طويلة الأجل؟ إن أفضل عمل تجاري يمكنك أن تمتلكه هو ذلك العمل الذي يتمتع بآفاق مستقبلية مبشرة طويلة الأجل، وهو

ما أطلق عليه " وارن بافيت" مصطلح الامتياز، وهو العمل الذي يبيع المنتجات

والخدمات التي يكثر عليها الطلب والحاجة، وليس له بديل مقارب، كما أن أرباحه ليست مقننة. وعادة ما يكون لدى هذا الامتياز قدر كبير من الشهرة التجارية الاقتصادية؛ ما يسمح للشركة بتحمل آثار التضخم على نحو أفضل. وإن أسوأ عمل

تجاري يمكن أن تمتلكه هو الشركات التي قوامها السلع، فهذه الشركات تباع المنتجات والخدمات التي لا يمكن تمييزها عن منتجات وخدمات المنافسين، والشركات التي تعمل في مجال تجارة السلع لا تتمتع تقريباً بشهرة تجارية اقتصادية، فالميزة الوحيدة في الشركات التي تعمل في مجال تجارة السلع هي السعر، وتكمن الصعوبة في امتلاك شركة تعمل في مجال تجارة السلع في أن المنافسين في بعض الأحيان يستخدمون السعر كسلاح لهم، ويبيعون منتجاتهم بسعر يقل

عن تكلفة الإنتاج، حتى يجذبوا عددًا كبيرًا من الزبائن بشكل مؤقت على أمل أن يظل هؤلاء الزبائن أوفياء لهم حتى بعد زيادة السعر، ومن ثم يكون قد حُكِم

عليك بالفشل إذا تنافست مع هؤلاء الذين يبيعون المنتجات بسعر أقل من التكلفة.

وتقع معظم الشركات بوجه عام في مكان ما بين: الامتيازات الضعيفة، والشركات القوية التي تعمل في مجال تجارة السلع. أما بالنسبة إلى الامتيازات الضعيفة

فإنها تتمتع بأفاق نجاح مبشرة على المدى الطويل، أكثر من الشركات القوية التي تعمل في مجال تجارة السلع، كما أن تلك الامتيازات الضعيفة لا تزال تتمتع

بقوة تسعيرية تسمح لها بجني عائدات تفوق المتوسط على رأس المال المُستثمر. وبالعكس فإن الشركات القوية التي تعمل في مجال تجارة السلع ستجني عائدات

تفوق المتوسط، فقط إذا كانت المزود الأقل سعرًا لهذه السلع. وتتمثل إحدى مزايا امتلاك مثل هذه الامتيازات في أنها قد تتحمل عدم الكفاءة في الإدارة، وتظل

قائمة في سوق العمل، أما في الشركات التي تعمل في مجال تجارة السلع، فإن عدم الكفاءة في الإدارة يعتبر أمرًا مدمرًا.

هل الإدارة عقلانية؟ بما أنه لا يتوجب عليك متابعة سوق الأوراق المالية، أو الاقتصاد بشكل عام، ينبغي لك أن تراقب الأرباح التي تحققها شركتك بدلاً من ذلك؛

حيث إن الطريقة التي تتم بها إدارة إعادة استثمار الأرباح ستحدد ما إذا كنت ستتمكن من تحقيق عائد مناسب على استثمارك. وإذا كانت الشركة تدر مزيداً من الأرباح أكثر من الأرباح المطلوبة لتظل قائمة، وهذا هو نوع الشركات الذي ترغب فيه، وعليك أن تراقب عن كثب قرارات الإدارة. وسيقوم المستثمر العقلاني

باستثمار الكثير من الأموال في المشروعات التي تدر أرباحاً بمعدلات أعلى من تكلفة رأس المال، وإذا لم يستطع تحقيق هذه المعدلات، فإن المدير العقلاني سيعيد هذه الأموال إلى المساهمين من خلال زيادة توزيعات أرباح الأسهم، وإعادة شراء الأسهم، أما المدير غير العقلاني فإنه يبحث باستمرار عن طرق لإنفاق الأرباح الزائدة، بدلاً من إعادة المال إلى المساهمين. ويتم الكشف عن ذلك في النهاية عندما يستثمر المديرون بأقل من تكلفة رأس المال.

هل الإدارة صريحة مع حملة الأسهم؟ على الرغم من أنه قد لا تسنح لك أبداً فرصة الجلوس والتحدث إلى الرئيس التنفيذي لشركتك، فإن بإمكانك أن تعرف الكثير عن الرؤساء التنفيذيين من خلال الطريقة التي يتواصلون بها مع المساهمين. فهل يقدم مديرك تقارير عن مدى التقدم الذي أحرزته الشركة بطريقة تفهم من خلالها كيفية سير العمل في كل قسم عامل؟ هل تعترف الإدارة بإخفاقاتها بقدر الصراحة نفسه الذي تعلن به عن نجاحها؟ والأهم من ذلك، هل تعلن الإدارة صراحة أن الهدف الأساسي للشركة هو تحقيق أقصى قدر من الاستفادة من العائد الإجمالي لاستثمار المساهمين؟

هل تقاوم الإدارة الانسياق المؤسسي؟ هناك قوة كبيرة خفية تسمح للمديرين بالتصرف بشكل غير عقلائي، وإلحاق الضرر بمصالح المالكين؟ وهذه القوة هي

الانسياق المؤسسي، وهي التقليد الأعمى والأحمق للمديرين الآخرين الذين يبررون أفعالهم بناء على المنطق الذي يقوم على أنه إذا كانت الشركات الأخرى تقوم

بمثل هذه الأفعال، فلا بد أنها صحيحة، ولا بأس في الإتيان بها. وأحد المقاييس التي يتم من خلالها تحديد مدى كفاءة المديرين هو مدى قدرتهم على التفكير

بأنفسهم وتجنب عقلية القطيع.

المبادئ المالية

التركيز على عائد حقوق الملكية وليس على ربح السهم. يحكم معظم المستثمرين على الأداء السنوي للشركة من خلال ربح السهم، ويراقبون الأداء لمعرفة ما إذا

كانت الشركة قد حققت رقمًا قياسيًّا، أو زيادة كبيرة عن العام الماضي. ولكن نظرًا إلى قيام الشركات باستمرار بزيادة القاعدة الرأسمالية الخاصة بها من خلال

احتجاز جزء من أرباح العام الماضي، فإن نمو الأرباح (وهو الذي يزيد ربح السهم بشكل تلقائي) يصبح دون أي معنى أو أهمية. وعندما تعلن الشركات صراحة عن

تحقيق "أرباح قياسية للسهم"، فإن ذلك يؤدي إلى اعتقاد المستثمرين الخاطئ أن الإدارة تؤدي مهمتها على أكمل وجه عامًّا بعد عام. إن المقياس الحقيقي للأداء

السنوي هو عائد حقوق الملكية، وهو نسبة الأرباح التشغيلية إلى حقوق المساهمين؛ وذلك لأنه يضع في الاعتبار القاعدة الرأسمالية للشركة المتزايدة باستمرار.

حساب "أرباح المالك". إن قدرة الشركة على إدراج الأرباح هي التي تحدد قيمتها. ويسعى "بافيت" إلى شراء الشركات التي تدر أرباحًا تزيد على احتياجاتها، وليس

تلك الشركات التي تستهلك الكثير من الأموال، لكن عند تحديد قيمة الشركة، من المهم

إدراك أنه ليست كل الأرباح سواسية؛ فالشركات التي لديها نسبة عالية

من الأصول الثابتة إلى الأرباح ستتطلب حصة أكبر من الأرباح المحتجزة لتظل قادرة على البقاء والنمو عن الشركات ذات النسبة المنخفضة من الأصول الثابتة إلى

الأرباح؛ وذلك لأنه لا بد من تخصيص جزء من الأرباح للمحافظة على تلك الأصول وتحديثها، ومن ثم عند حساب تلك الأرباح من الضروري تعديلها؛ لكي

تعكس قدرة الشركة على توليد الأرباح.

ويوفر لنا ما أطلق عليه "بافيت" اسم "أرباح المالك" صورة أكثر دقة، فمن أجل تحديد أرباح المالك، يجب إضافة نسبة تكاليف الإهلاك والنضوب وتسديد الديون

إلى صافي الربح، ثم طرحها من النفقات الرأسمالية التي تحتاج إليها الشركة للمحافظة على وضعها الاقتصادي، وحجم وحدة استثماراتها.

ابحث عن شركات ذات هوامش ربح عالية. لا تعكس هوامش الربح العالية قوة الشركة فحسب، بل تعكس أيضاً الروح المثابرة التي تتمتع بها الإدارة في السيطرة

على التكاليف. ويفضل "بافيت" المديرين الذين يدركون كيفية التصرف فيما يخص التكاليف، ويحاولون تقليلها، كما يكره هؤلاء المديرين الذين لا يجيدون ذلك،

ويسمحون للتكاليف بأن تتفاقم؛ فحاملو الأسهم يملكون أرباح الشركة بشكل غير مباشر، وكل دولار يتم إنفاقه عبثاً يحرم مالكي الشركة من دولار من الأرباح.

وقد لاحظ "بافيت" على مر السنوات أن الشركات التي تقوم بعمليات ذات تكلفة عالية عادة ما تجد طريقاً للمحافظة على معدل التكاليف أو زيادتها، في حين أن

الشركات ذات التكاليف الأقل من المتوسط تفتخر بقدرتها على تقليل النفقات.

تأكد أن الشركة قد ربحت دولاراً واحداً على الأقل من القيمة السوقية مقابل كل دولار تم احتجازه. إنه اختبار مالي سريع لن يزودك بمعلومات عن مدى قوة

الشركة فقط، بل سيخبرك بمدى نجاح الإدارة في تخصيص موارد الشركة بعقلانية. ا طرح كل أرباح الأسهم المدفوعة للمساهمين من صافي دخل الشركة، وما يتبقى هو الأرباح المحتجزة للشركة. والآن أضف الأرباح المحتجزة للشركة على مدار عشر سنوات، ثم حدد الفرق بين القيمة السوقية الحالية للشركة والقيمة السوقية لها منذ ١٠ سنوات؛ فإذا كانت شركتك قد وظفت الأرباح المحتجزة بشكل غير مثمر خلال السنوات العشر، فإن السوق ستتمكن في النهاية من اللحاق بأسهم الشركة وتقليل سعرها. وإذا كانت الزيادة في القيمة السوقية للشركة أقل من مجموع الأرباح المحتجزة، فإن هذا دليل على أن الشركة تتراجع، لكن إذا كانت الشركة قادرة على تحقيق عوائد فوق المتوسط على رأس المال المحتجز، فلا بد أن تتجاوز الزيادة في القيمة السوقية للشركة مجموع الأرباح المحتجزة، ومن ثم تستطيع إدراج أكثر من دولار واحد من القيمة السوقية مقابل كل دولار محتجز.

مبادئ السوق

ما قيمة الشركة؟ إن قيمة الشركة هي التدفقات النقدية التقديرية والمتوقعة طوال مدة عمل الشركة في السوق، مخصومة وفق سعر فائدة مناسب. والتدفقات النقدية للشركة هي أرباح المالك بالشركة، ومن خلال حساب أرباح المالك على مدى فترة طويلة، ستعرف ما إذا كانت الأرباح تتزايد بشكل مستمر بمعدل متوسط، أم أنها تدور حول قيمة ثابتة نسبياً تزيد حيناً وتهبط حيناً آخر.

وإذا كانت أرباح الشركة متذبذبة، فعليك أن تخصم تلك الأرباح من سعر الفائدة على المدى الطويل. وإذا أظهرت أرباح المالك نمطاً متوقع، يمكن أن يقل

معدل الخصم وفقاً لهذا المعدل من النمو. ولا تكن شديد التفاؤل فيما يتعلق بمعدل النمو المستقبلي للشركة، فمن الأفضل استخدام تقدير تحفظي أفضل من

أن تسمح للحماس الزائد بتضخيم قيمة الشركة. ويستخدم "بافيت" معدل وزارة الخزانة الأمريكية طويل المدى كعامل خصم؛ فهو لم يضيف علاوة مخاطر

الأسهم العادية إلى نسبة الخصم هذه، لكنه سوف يعدل معدل الخصم برفعه عندما تنخفض معدلات الفائدة.

هل يمكن شراء الشركة بسعر أقل من قيمتها بشكل كبير؟ بمجرد أن تحدد قيمة الشركة، تكون الخطوة التالية هي النظر إلى سعر السوق. وقاعدة "بافيت" تنص

على شراء الشركة حال يكون سعرها منخفضاً بنسبة كبيرة عن قيمتها؛ فانتبه: ينظر "بافيت" فقط في خطوته الأخيرة إلى سعر السهم في سوق الأوراق المالية.

إن حساب قيمة الشركة ليس بالأمر المعقد من الناحية الحسابية، وعلى الرغم من ذلك تنشأ المشكلات عندما يقدر أحد المحللين بشكل خاطئ التدفق المالي

المستقبلي للشركة. ويتعامل "بافيت" مع هذه المشكلة بطريقتين، وهما: أولاً يزيد من فرصه في التنبؤ بشكل صحيح بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة من

خلال الاقتصار على الشركات البسيطة والمستقرة. ثانياً يصر على أن تتمتع كل شركة من الشركات التي يشتريها بهامش أمان بين سعر شراء الشركة وقيمتها

المحددة. ويساعد هامش الأمان هذا على توفير وسيلة تحميه، وتحميك أيضاً، من تلك الشركات التي تتغير تدفقاتها المالية المستقبلية.

الآن وبعد أن أصبحت مالك شركة بدلاً من كونك مجرد مستأجر بعض الأسهم، هل أنت مستعد لتوسيع محافظتك المالية النظرية؛ لتشمل العديد من الأسهم

بدلاً من الاستثمار على سهم واحد. ونظرًا إلى أنك لم تعد تقيس نجاحك فقط من خلال تغير السعر، أو مقارنة التغيير السنوي للسعر بمعيار الأسهم العادية،

ف لديك مطلق الحرية في اختيار أفضل الشركات المتاحة. فلا يوجد قانون ينص على أنك لا بد أن تضع كل الصناعات الرئيسية في محفظتك المالية، أو أن عليك أن تضع ٤٠ أو ٥٠ أو ١٠٠ سهم في محفظتك المالية لتحقيق التنوع الكافي.

مبادئ طريقة "وارن بافيت"
مبادئ الشركة
هل الشركة بسيطة وشفهومة المجال؟
هل لدى الشركة تاريخ تشغيلي ثابت؟
هل لدى الشركة اتفاق مستقبلية مستقرة طويلة الأجل؟

مبادئ الإدارة
هل الإدارة عملائيه؟
هل الإدارة صريحة مع حملة الأسهم؟
هل نفاذ الإدارة الانساق المؤسسي؟

المبادئ الماليه
التركيز على عائد حقوق الملكية وليس على ربح السهم.
حساب "أرباح المالك".
البحث عن الشركات ذات هوامش الربح العاليه.
تأكد أن الشركة قد ربحت دولارتًا واحدًا على الأقل من القبضة السومية مقابل كل دولار تم احتجازه.

مبادئ السوق
ما قيمة الشركة؟
هل يمكن شراء الشركة بسعر أقل من قيمتها بشكل كبير؟

ويرى "بافيت" أن التنوع يكون مطلوبًا فقط عندما لا يفهم المستثمرون ما يفعلونه. فإذا كان المستثمرون "عديمو الخبرة" يريدون امتلاك أسهم عادية، فلا بد أن يمتلكوا عددًا كبيرًا من الأوراق المالية، وأن يباعوها بين فترات الشراء بمرور الوقت. وبعبارة أخرى يجب على المستثمرين "عديمي الخبرة" أن يستخدموا الصناديق المرهوبة بالمؤشر، وأن يشتروا الأسهم وفقًا لإستراتيجية توسيط التكلفة بالدولار، ولا يوجد شيء مخجل في أن تستثمر في الصناديق المرهوبة بالمؤشرات. وفي الحقيقة يوضح "بافيت" الأمر؛ حيث يشير إلى أن المستثمر الذي يستثمر في الصناديق المرهوبة بالمؤشرات يتفوق على غالبية خبراء الاستثمار، ويقول: "من المفارقات

أنه عندما يعترف مديرو الأموال بأوجه القصور في إدارة أموالهم "عن جهل"، تسقط عنهم صفة الجهل هذه " ١٢ .

ويقول بافيت: "من الناحية الأخرى إذا كنت مستثمرًا متوسط الخبرة، تقدر على فهم اقتصاديات الأعمال، ويمكنك تحديد من خمس شركات إلى عشر مسعرة

بشكل معقول، ولها ميزات تنافسية مهمة طويلة الأجل، فإن التنويع التقليدي لن يكون له أي معنى بالنسبة إليك" ١٣ . ويطلب منك "بافيت" أن تفكر في هذا

السؤال، وهو: إذا كانت أفضل شركة تجارية تمتلكها تحمل أقل المخاطر المالية، ولديها أفضل احتمالات للنجاح على المدى الطويل، فلماذا تستثمر أموالك في

الشركة رقم ٢٠ في قائمة الشركات المفضلة لديك، بدلاً من أن تستثمرها في الشركات التي تصدر هذه القائمة؟

فكر الآن في أداء محفظتك المالية النظرية، وقد وسعت لتضم أكثر من سهم واحد. يمكنك أن تقيس التقدم الاقتصادي الذي أحرزته الشركات التي تمتلكها من

خلال حساب الأرباح المدققة، كما يفعل "بافيت". اضرب ربحية السهم الواحد في عدد الأسهم التي تمتلكها لحساب إجمالي القوة الربحية لشركتك؛ فهدف

مالك الشركة - كما يوضح "بافيت" - هو تكوين محفظة مالية من الشركات التي ستحقق خلال عشر سنوات أعلى مستوى من الأرباح المدققة.

ونظرًا إلى أن نمو الأرباح المدققة، وليست تغييرات السعر، قد أصبح الآن على رأس أولويات محفظتك المالية، فإن الكثير من الأمور تبدأ في التغيير. أولًا يقل احتمال

أن تبيع أفضل الشركات لديك لمجرد أن لديك أرباحًا، ومن المفارقات أن مديري الشركات يفهمون ذلك عندما يركزون على عمليات شركاتهم. ويوضح "بافيت" الأمر

قائلًا: "من غير المحتمل أن تبيع الشركة الأم التي تمتلك شركة تابعة لها، ذات وضع

اقتصادي ممتاز على المدى الطويل، تلك الشركة التابعة بغض النظر عن

السعر" ١٤ . إن رغبة المدير التنفيذي في زيادة قيمة الشركة، لن تدفعه إلى بيع أعلى مقتنيات الشركة، ولكن هذا المدير التنفيذي نفسه سيبيع باندفاع وتهور الأسهم

الموجودة في محفظته المالية الشخصية على أساس منطق أقل كثيراً من فكرة "ليس هناك ضير من تحقيق بعض الربح". ويشرح "بافيت" الأمر قائلاً: "من وجهة

نظري، فإن الأمور المنطقية التي تنطبق على التجارة هي نفسها الأمور المنطقية التي تنطبق على الأسهم: فلا بد للمستثمر أن يتمسك في العادة باستثماره الصغير في

إحدى الشركات المتميزة بروح التشبث نفسها التي يظهرها مالك الشركة إذا كان يمتلك كل تلك الشركات" ١٥ .

والآن، ونظرًا إلى أنك تدير محفظة مالية تضم شركات، فإنك لن تتجنب بيع أفضل الشركات لديك فقط، بل ستنتقي بعض الشركات الجديدة لشرائها بقدر أكبر

من العناية. ونظرًا إلى أنك مدير محفظة مالية تضم شركات، يجب عليك أن تقاوم إغراء شراء شركة هامشية؛ لأن لديك احتياطات نقدية فقط. وإذا لم تنطبق

على الشركة المبادئ الخاصة بـ "وارن بافيت"، فلا تشتريها. وكن صبورًا، وانتظر حتى تشتري الشركة المناسبة؛ فمن الخطأ أن تعتقد أنك إن لم تكن تقوم بالبيع

والشراء، فهذا يعني أنك لا تحرز أي تقدم، فوفقًا لطريقة تفكير "بافيت"، من الصعب اتخاذ مئات القرارات الذكية في الحياة. إنه يفضل التركيز على وضع

محفظة المالية، بحيث يكون عليه اتخاذ عدد قليل من القرارات الذكية.

شق طريقك الخاص

يقول "جورج جونسون" في كتابه Fire in the Mind : "يوجد شيء ما في العقل قد فطر على إيجاد أممات حقيقية وخيالية والتمرد على مفهوم الاضطراب

الجوهري" ١٦ . ويرى "جونسون" أن العقل لديه حاجة ماسة إلى أنماط، والأنماط تعني النظام، وهو ما يسمح لنا بالتخطيط، وفهم مواردنا.

إن ما استطعنا فهمه عن "بافيت" أنه يبحث باستمرار عن الأنماط، تلك الأنماط التي يمكن إيجادها عند تحليل شركة ما. إنه يعرف كذلك أن هذه الأنماط التجارية

سوف تعكس النمط المستقبلي لسعر السهم. وبالطبع إن نمط سعر السهم لن يتبع بشكل إلزامي كل تغيير في النمط التجاري، لكن إذا كان أفقك الزمني طويلاً

بما يكفي، فسيكون من المدهش كيف ستطابق أنماط السعر في النهاية الأنماط التجارية.

ويبحث العديد من المستثمرين عن الأنماط في الأماكن الخاطئة. إنهم على يقين بأن هناك نمطاً متوقعاً لقياس التغيرات في السعر على المدى القصير، ولكنهم

مخطئون، حيث لا توجد هناك أنماط متوقعة لقياس اتجاه سوق الأوراق المالية في المستقبل، فالأنماط نفسها لا تتكرر، ومع ذلك لا يزال هؤلاء المستثمرون

مستمرين في محاولة التكهّن بهذه الأنماط.

كيف يمكن للمستثمرين المناورة في عالم يفتقر إلى القدرة على التعرف على الأنماط؟ إن الإجابة تكمن في البحث في المكان الصحيح وعلى المستوى الصحيح. مع أن

الاقتصاد والسوق ككل معقدان وكبيران للغاية، حيث لا يمكن التنبؤ بما سيحدث فيهما، لكنَّ هناك أنماطاً يمكن تمييزها على مستوى الشركات؛ حيث توجد في

كل شركة أنماط تجارية، وأنماط إدارية، وأنماط مالية.

وإذا درست هذه الأنماط، فيمكنك حينها أن تقوم في معظم الحالات بالتنبؤ المنطقي بمستقبل الشركة. لقد ركز " وارن بافيت" على تلك الأنماط، وليس على

الأنماط السلوكية التي لا يمكن التنبؤ بها لملايين المستثمرين، حيث يقول: "كثيراً ما وجدت أن تقييم الاعتبارات التي تمليها علينا القواعد الأساسية، أكثر سهولة

من الأصوات التي تملئها علينا الحالة النفسية" ١٧ .

وهناك شيء واحد يمكننا أن نقوله، ونحن متأكدون تمام التأكد، وهو أن المعرفة تعمل على زيادة عائد الاستثمارات، وتقليل المخاطر الإجمالية. إنني أؤمن أيضاً بأن بإمكاننا القول إن المعرفة هي التي تحدد الفرق بين الاستثمار والمضاربة. وفي النهاية كلما عرفت أكثر عن شركتك، قل احتمال سيطرة محض المضاربة على تفكيرك وأفعالك.

ويقول الكاتب المالي "رون تشيرنو": "إن النظم المالية تعكس قيم المجتمعات" ١٨ . وإنني أعتقد أن هذا القول صحيح إلى حد كبير، فمن وقت لآخر يبدو أننا نضيع قيمنا، ومن ثم تخضع أسواقنا لقوى المضاربة، ثم نقوم بعد ذلك بتقويم أنفسنا، والاستمرار في مسيرتنا المالية، لكن قدمنا تزل، ونعود إلى عاداتنا المدمرة مرة أخرى. وإن إحدى الطرق التي يمكننا من خلالها إيقاف هذه الحلقة المفرغة هي تعليم أنفسنا الأمور التي تجدي نفعاً، والأمور التي لا تجدي نفعاً.

لقد نال "بافيت" حظه من الفشل، وما لا شك فيه أنه سيتعرض لبعض الفشل في السنوات المقبلة كذلك، لكن نجاح الاستثمار ليس مرادفاً للعصمة من الخطأ، إنه ينتج عن القيام بالكثير من الأمور الصحيحة التي تفوق الأمور الخاطئة. إن طريقة "بافيت" لا تختلف عن ذلك؛ حيث إن نجاحها كنهج استثماري، ينتج عن التخلص من تلك الأمور التي يمكنك أن تكون مخطئاً بشأنها بسهولة، وهي كثيرة ومحيرة مثل (التنبؤ بما سيحدث في السوق، والاقتصاد، وأسعار الأسهم)، كما أنه يتطلب منك التأكد من صحة بعض الأمور وهي قليلة وبسيطة، مثل (تقييم الشركة على وجه الخصوص). وعندما يشتري "بافيت" أحد الأسهم، فإنه يركز

على اثنين من المتغيرات البسيطة، وهما: سعر الشركة، وقيمتها. ويمكن تحديد سعر

الشركة من خلال النظر في عروض الأسعار، ويتطلب تحديد القيمة إجراء

بعض الحسابات، لكن ذلك لا يفوق قدرة هؤلاء الذين يرغبون في بذل شيء من الجهد.

ونظرًا إلى أنك لم تعد قلقًا بشأن سوق الأوراق المالية، والأوضاع الاقتصادية، أو التنبؤ
بسعر الأسهم، فإنك الآن تتمتع بالحرية لقضاء مزيد من الوقت في فهم

شركاتك، كما يمكنك قضاء مزيد من الوقت المثمر في قراءة التقارير السنوية والمقالات
التي تتناول الأعمال التجارية والصناعة؛ الأمر الذي سيزيد من معرفتك

باعتمادك من مالكي الشركات. وفي الحقيقة إن مدى استعدادك للبحث في شؤون شركتك
يقلل من اعتمادك على الآخرين الذين يكسبون عيشهم من خلال تقديم

النصح إلى الآخرين باتخاذ قرارات غير عقلانية.

وفي النهاية، فإن أفضل أفكار الاستثمار سوف تنبع من قيامك بعملك بنفسك. ومع ذلك لا
يجدر بك أن تشعر بالرهبة، فلا يستعصي على معظم المستثمرين

الجادين فهم هذا الكتاب، فلست مضطرًا إلى أن تكون مرجعًا في تقييم الشركات على
مستوى حملة درجة الماجستير في إدارة الأعمال لتتمكن من الاستفادة بنجاح

من هذا الكتاب. وإذا لم تكن تشعر بالراحة من تطبيق هذه المبادئ بنفسك، فلا يوجد
هناك ما يمنعك من طرح هذه الأسئلة نفسها على مستشارك المالي، ففي

الحقيقة كلما أجريت حوارات بخصوص السعر والقيمة، بدأت فهم طريقة " وارن
بافيت " في الاستثمار وتقديرها.

جرب "بافيت" خلال حياته أنواعًا مختلفة من إستراتيجيات الاستثمار؛ فقد جرب في سن
مبكرة تحليل سوق الأسهم، حيث تعلم تحليل الأوراق المالية على يد أحد

العقول المالية الفذة في هذا المجال، وهو " بنيامين جراهام"، لقد استفاد مبكرًا من دراسة
إستراتيجيات الاستثمار الخاصة ب" فيل فيشر"، كما أسعده الحظ بعقد

شراكة مع " تشارلي مانجر"، حيث طبق بشكل عملي كل ما تعلمه. وخلال حياته المهنية التي امتدت ستة عقود ويزيد، واجه "بافيت" العديد من التحديات

الاقتصادية والسياسية والعسكرية، وتمكن من عبورها إلى بر الأمان. وخلال كل هذه الاضطرابات، تمكن "بافيت" من الاهتداء إلى الطريق الصحيح؛ حيث لكل

شيء معنى: حيث تتعايش إستراتيجية الاستثمار مع الشخصية. ويقول "بافيت": "إن توجهننا الاستثماري يتناسب مع شخصياتنا، والطريقة التي نريد أن نعيش

حياتنا بها" ١٩ .

ونجد هذا التناغم بسهولة في توجه "بافيت". إنه شخص متفائل يقدم الدعم دائماً، ويتملكه شعور بالحماسة الشديدة عند ذهابه إلى العمل كل يوم، ويقول: "إن

حياتي بها كل ما أمني، إنني أحب كل يوم، أعني أنني مسرور للغاية، ولا أعمل إلا مع الأشخاص الذين أحبهم" ٢٠ . ويضيف قائلاً: "لا توجد وظيفة في العالم

ممتعة أكثر من إدارة شركة بيركشاير، إنني لأحسب نفسي محظوظاً لأني في مكاني هذا" ٢١ .

الملاحق

الجدول أ - ١ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٧٧

محظورات النظام الغذائي

الحملة هو أوان التغذية الصحية، وليس اتباع حمية غذائية؛ لذا ضع على الأرفف الكتب الخاصة بانقاص الوزن، وتخلص من تطبيقات الأنظمة الغذائية، وتجنب عسائر التطهير، وحرري نفسك من هذا النظام الغذائي الغالي من العاوتين إلا إذا كنت مصابة بالداء الرلاقي أو حساسية ضد الجاوتين)، وكومي حذرة جيما ساولين أطعمة بيئة، وحافظي على إبران غذائي جيد، لأجل طاهل يعضى جيداً.

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٧٧.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ-٢ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٧٨

حولة في ممر الأطعمة الصحية

ربما تكوني زائرة منتظمة لتاجر "ممر" الأطعمة الصحية أو ربما تتساءلين إذا كان ينبغي عليك أي تزويده للمرة الأولى؛ لأنك تحاولين الآن أن تعيدي على طعم أم صديقي أغريين، لكي هل تصد الأطعمة الصغيرة دائمًا حباتًا صالحةً للأموال الجوارح؟ في معظم الأحوال، نعم... مع قدر من الحذر. لياخذ منتجات بذور الكتان، غلي سبيل المثال - ووصف لفوائدها الصحية. والتي تحتوي على الكثير منها، ويوصي بعض الأطباء بتحديد مقدار الكتان الذي تستهلكه الأمهات الحوامل (في صورة زيت، أو بذور، أو مكمل غذائي)، مستشهدين بدراسات الحيوانات التي تظهر أنه ربما يؤثر الكميات الضخمة على نمو الأطفال. ويرغم عدم وجود دليل واضح، على، أن نفس الأمر يصبح بالنسبة للأمهات من البشر وأطفالهن. ويقول أطباء آخرون إن الكميات المتوسطة من الكتان جيدة خلال الحمل - خصوصًا لأنها مصدر جيد لأحماض الأوميغا-٣ المفيدة للأطفال. هل أنت غير متأكدة من مسألة حصولك على الكتان؟ اطالبي الحصول على توصية معينة من طبيبك.

ومما عن تفصيلات الأطعمة الصحية الأخرى؟ بذور القنب، منتجات أطعمة القنب، وزيت بذرة القنب بصورة معتدلة (وجبة إلى، وجنس يومًا) ربما تكون أسنة للأمهات الحوامل - وصددرًا جيدًا للبروتينات، والألياف، والأحماض الدهنية؛ ولكن ولأن استخدام القنب في أثناء العمل لم يتم دراسته جيدًا، سيكون من المنطقي تجنب تناوله بكميات كبيرة مركزة (كما في المكمل الغذائي). كذلك فعبور، انقباض هي مصدر ممتاز للألياف، وأحماض الأوميغا-٣ الدهنية، والبروتينات، والكالسيوم والحديد - ولكن في حين أن وضع رشه بسيطة على السلطه، أو الزبادي، أو الحبوب الغذائية، أو في العصير هو في العالب خيار آمن ومعقد، عليك أن تراعى الأمر مع طبيبك قبل أن تسرقي في استهلاكه التمشي لأن (إنفاحة) استخدامها الأس في الحمل، لم تتم دراسته، وسلامة استخدام السبرولينا في الحمل، أوهو مسبقون ضوابط طبيعي، غني بالبروتين والكالسيوم، وهو مصدر جيد لمعادن الأكسدة، وفيتامينات ب، وعناصر غذائية أخرى، لم يتم التأكيد منها أيضًا، ما حدا ببعض الأطباء أن يفرجوا أن يحدد، أو حتى تجنب الأمهات الحوامل استخدام هذا المسحوق الذي بالعناصر الغذائية. وسبب آخر للتفكير في الثاني قبل استخدام السبرولينا هيما تكونين حاملًا: أنها تكون ملوثة في بعض الأحيان ببعض السموم، منصنعة معادن ثقيلة، بالإضافة إلى، كثرنا ضارة، ونفس الأمر ينطبق على، مساحيق "الأطعمة الخضراء" الرائجة، وبعض منها يحتوي على أعشاب ومكملات غذائية وربما لا تكون آمنة للحمل، كذلك فعشبة الفصح ليس مسموحًا به أيضًا. ليس فقط لعدم وجود دليل على أنه آمن في أثناء العمل، وإنما أيضًا لأنه يمكن أن يكون مؤلمًا بالكبريا.

هل تفكرين في تغيير الوضع باستخدام مزيج من البروتينات؟ فكري أولاً في أن يجيز طبيبك استخدام هذا المزيج، لأن كثيرًا منها يحتوي على كميات غذائية مشكوك في سلامة مكوناتها، ومستويات عالية جدًا من الفيتامينات والمعادن الغذائية.

هل تناولت بعضًا من عشبة الفصح أو عددًا قليلًا من عناصر المسحوق الأخضر قبل أن تحصل على الإذن من طبيبك باستخدامها؟ لا داعي للقلق - فقط تذكرين، وأب تستميرين في استخدام مثل هذه الأطعمة، أنه من الجيد دائمًا أن تحصل على تصريح من طبيبك قبل أن تحصل على المرء، والمرء؛ من الأطعمة من متجر الأطعمة الصحية.

يتبع

الجدول أ ٢- تابع

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوقية
٧٤٦.٤٤٠	هيئة الإذاعة الأمريكية	٦٠٨٧	٨٦٣٦
	الإجمالي	٩٤٢٦٠	١٦٣٨٨٩
	جميع الأسهم العادية الأخرى	٣٩٥٠١	٥٧٠٤٠
	إجمالي الأسهم العادية	١٣٣٧٦٦	١٧٠٩٢٩

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٧٨.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ- ٣- المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٧٩

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوفمة
٥٧٣٠١٤	أسهم جنكو العادية	٢٨٢٨٨	٦٨٠٤٥
١٨٦٨٠٠٠	واشنطن بوست	١٠٦٧٨	٣٩٢٤١
١٠٠٧٥٠٠	هاندي أند هارمان	٢١٨٢٥	٣٨٥٤٧
٩٥٣٧٥٠	سافيكو	٢٣٨١٧	٣٥٥٢٧
٧١١١٨٠	مجموعة شركات إنترناشيونال	٤٥٣١	٢٢٧٢٦
١٢١١٨٣٤	كايزر ألومنيوم أند كيميكال	٢٠٦٢٩	٢٢٣٢٨
٧٧١٩٠٠	إف، دي، وواورث	١٥٥١٥	١٩٣٩٤
٢٨٩٧٠٠	جنرال فونز	١١٤٣٧	١١٠٥٣
٢٤١٤٥٠	هينة الإذاعة الأمريكية	١٠٨٢	٩١٧٣
٢٩٨٧٠٠	أفيلاندا نابلتيشنر للشتر	٢٨٢١	٨٨٠٠
٣٩١٤٠٠	أوبياشي أند مازر إيربانشوبال	٣٧٠٩	٧٨٢٨
٢٨٢٥٠٠	ميديا جنرال	٤٥٤٥	٧٣٤٥
١١٢٥٤٥	أصنادا هيس	٢٨٦١	٥٤٨٧
	الإجمالي	١٥٦٧٣٨	٢٩٧٩٩٤
	جميع الأسهم العادية الأخرى	٢٨٦٧٥	٣٦٦٨٦
	إجمالي الأسهم العادية	١٨٥٤١٣	٣٣٤٦٨٠ دولار

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٧٩.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ- ٤- المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٠

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة السوقية
٧٧٠٠٠٠٠	حكيم	٤٧١٣٨	١٠٤٢٠٠
١٩٨٢٨١٧	جمال فودز	٦٧٥٠٧	٥٩٨٨٩
٢٠١٥٠٠٠	هاندي اند هاربان	٢١٨٣٥	٥٨٤٣٥
١٢٥٠٥٢٥	مسافكو	٣٣٠١٣	٤٥١٧٧
١٨٦٨٦٠٠	واشنطن بومست	١٠٠٦٣٨	٤٢٢٧٧
٤٦٤٢١٧	شركة الألبوميوم الأمريكية	٢٥٥٧٧	٢٧٦٨٥
١٧١١٨٣٤	كانزر ألبوميوم اند كيميكال	٢٠٠٦٣٩	٢٧٥٦٩
٢١١١٧٨٠	مجموعة شركات (تيرزابيلك)	٤٥٣١	٣٢١٣٥
٦٦٧١٢٤	إف. دي. بي. وواوررت	١٧٥٨٣	١٦٥١١
٢٧٠٠٨٨	بيكربونر المحدودة	١٧١٤٤	١٦٤٨٩
٤٧٥١١٧	كلمنند كلنفس أرون للمعدن	١٢٩٤٢	١٥٨٩٤
٤٣٤٥٥٠	أغلباند نالتيكمنز للنسج	٢٨٣١	١٢٢٢٢
٢٤٥٧٠٠	أر جي وينواذر اند استيرز	٨٧٠٢	١١٢٢٨
٢٩١٤٠٠	أوجلفي اند مازر إنترناشيونال	٣٧٠٩	٩٩٨١
٢٨١٥٠٠	صنعا جمال	٤٥٤٥	٨٢٣٤
٢٤٧٠٣٩	ناشيونال دسويت	٥٩٢٠	٦٣٥٩
١٥١١٠٤	دا تايمز ميرزور	٤٤٤٧	١٢٧١
٨٨١٥٠٠	ناتونال ستودينتس ماركتنج	٥١٣٨	٥٨٩٥
	الإجمالي	١٩٨٨٤٨	٤٩٧٥٩١
	جميع الأسهم العادية الأخرى	١٦٣١٢	٢٢٠٩٦
	إجمالي الأسهم العادية	٣٣٥١١١	٢٩١٨٨٧

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٠.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ- ٥- المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨١

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوفية
٧٢٠٠٠٠٠	جيكو	٤٧١٣٨	١٩٩٨٠٠
١٧٦٤٨٧٤	أرجي ريدول إنداستريز	٧٦٦٦٨	٨٧١٧٧
٢١٠١٣٤٤	جنرال فونز	١١٣٧٧	١١٧١٤
١٨٦٨٦٠٠	واشنطن بوست	١٠٦٢٨	٥٨١٦٠
٢٠١٥٠٠٠	هاندي أند هارمان	٢١٨٢٥	٣٦٢٧٠
٧٨٥١٧٥	صافكو	١١٣٧٩	٣١٠١٦

يتبع

الجدول أ- ٥- تابع

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة السوقية
٧١١١٨٠	مجموعة شركات إنترناشيال	٤٥٤١	٢٢٧٠٧
٣٧٠٠٨٨	بينكيرتونز المحدوده	١٣١٤٤	١٩٦٧٥
٧٠٣١٣٤	شركة الألومنيوم الأمريكية	١٩٣٥٩	١٨٠٣١
٤٢٠٤٤١	أركانا المساهمة	١٤٠٧٦	١٥١٣٦
٤٧٥١١٧	كولولا، كليف من أيرون العدين	١١٩٤٢	١٤٦٦٢
٤٥١٦٥٠	أفيلياتيد نابليكيشن للشهر	٣٢٩٧	١٤٣٦٢
٤٤١٥٢٢	جانكس المساهمة	١٧١٤٧	١٣٤٦٦
٣٩١٤٠٠	أويغني أند مارز إنترناشيونال	٣٧٠٩	١٢٢٢٩
٢٨٢٥٠٠	ميديا جنرال	٤٥٤٥	١١٠٨٨
	الزحمالي	٣٣٥١١٥	١١١٤٩٠
	جميع الأسهم العادية الأخرى	١٦١٣١	٢٢٧٣٩
	إجمالي الأسهم العادية	٣٥١٧٤٦	٦٣٩٦١٩

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨١.

ملحوظة: المبلغ بالآلاف دولار.

الجدول أ-٦ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٢

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوفية
٧٧٠٠٠٠٠	سيكو	٤٧١٢٨	٣-٩٦٠
٣١٠٧٦٧٥	أرجي رينولدز إنديانسير	١٤٧٢٤٢	١٥٨٧١٥
١٨٦٨٦٠٠	واشنطن بوست	١٠٦٢٨	١٠٢٢٤٠
٣١٠١٢٤٤	جنرال فورد	١١٢٢٧	٨٣١٨٠
١٥٣١٣٦١	تايم المحدودة	٤٥٢٢٢	٧٩٨٢٤
٩٠٨٨٠٠	كروم أند فوريسر	٤٧١٤٤	٤٨٩٦١
٣٣٧٩٣٠٠	هاندي أند هارمان	٢٧٣١٨	٤٦٦٩٢
٧١١١٨٠	مجموعة شركات إنترنايالك	٤٥٣١	٣٤٣١٤
٤٦٦٥٠	أفيليايد بايليكميشنر للنشر	٣٥١٦	١٦٩٢٩
٣٩١٤٠٠	أوجيايبي أند هـ ارر إنترناشونال	٧٧٠٩	١٧٣١٩
٢٨٢٥٠٠	ميديا جنرال	٤٥٤٥	١٢٢٨٩
	الإجمالي	٤٠٢٤٢٢	٩١١٥٦٤ دولار
	جميع الأسهم العادية الأخرى	٢١٦١١	٣٤٠٥٨
	إجمالي الأسهم العادية	٤١٤٠٧٣	٩٤٥٦٧١

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٢.

ملحوظة: المبلغ بالآلاف دولار.

الجدول أ-٧ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٣

حقائق عن الليستيريا

ما هذا الذي تسمعينه عن تناول لحومك الباردة دافئة، لأنك الآن حامل، وعن تجنب إضافة جينة الفينا إلى سلطتك اليونانية؟ ربما تدعو هذه القيود الخاصة بالنظام الغذائي للعمل عشوائية - وغير عادلة - ولكنها تعالما جسيمة لحمايةك. ومما يلفت انتباهك الذي لم يولد بعد من الليستيريا. يمكن لهذه البكتيريا أن تسبب مرضًا خطيرًا (داء بكتيريا الليستيريا) للأفراد المعرضين للإصابة به بدرجة كبيرة. ومن بينهم الأطفال الصغار، والمسنون، أصحاب الأنظمة الغذائية الضعيفة، والنساء الحوامل اللاتي تعانين أجهزة المناعة من ضعف معين، ورغم أن الخطورة الإجمالية للإصابة بكتيريا الليستيريا منخفضة جدًا، حتى في الحمل، وإمكانية أن تحدث مشكلات في أثناء الحمل تكون أعلى، يدخل الليستيريا، على العكس من جرثومة أخرى تفرز، معرى الدم مباشرةً ولذلك يمكنها أن تتغلغل للجين سريعًا عبر المشيمة (تظل ملوثات الطعام الأخرى بصفة عامة في الجهاز الهضمي، وربما بشكل بديهيًا فقط إذا وصلت المسائل الأحيوية).

لذا، وبوضوح، من المهم أن تعي العدوى في المصام الأول بالبقاء بعيدًا عن الأطعمة الخطرة، التي ربما تكون حامله لليستيريا. وتتضمن هذه الأطعمة اللحوم الباردة (اللحوم الباردة المطهولة)، والفاغ، والأسماك الباردة المدخنة (إلا إذا تم تسخينها حتى مرحلة التخمر) واللبس غير المبستر، والأجبان المصنوعة من اللبن غير المبستر (بمتضمنة بعض أنواع الموتزاريلا، والجبن الأزرق، والجبن المكسيكي، والجبن البري، وجبن الكامامبير، والفينا - إلا إذا تم طهوها حتى الغليان)، والتعصير غير المبستر، والنعم النيء أو نصف المطبوخ، أو السمك، الحمار، أو الدجاج، أو البيض، والخضروات النيئة غير المعسولة والتسامة.

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٣.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ - ٨ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٤

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٤.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ-٩ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٥

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوفية
٦٨٥٠٠٠٠	جينكو	٤٥٧١٢	٥٦٥٦٥٠
١٧٢٧٧٦٥	واشنطن بوسنت	٩٧٣١	٢٠٥١٧٧
٩٠٠٨٠٠	هيئة الاداعه الأمريكيه	٥٤٤٣٥	١٠٨٩٩٧
٣٣٥٠٩٢٢	شركات ماتريس المحدوده	١٠ ٨٨١	١٠٨١٤٢
١٠٣٦٤٦١	أفيليانيد نابليكيفندر للسفر	٣٥١٦	٥٥٧١٠
٢٥٥٣٤٨٨	تايم المحدوده	٢٠٢٨٥	٥١٦٦٩
٣٣٧٩٢٠٠	هاندي أند هارمان	٢٧٧١٨	٤٣٧١٨
	الإجمالي	٣١٧٩٠٩	١١٧٠٣٥٨
	جميع الأسهم العادية الأخرى	٧٢٠١	٢٧٩٦٣
	إجمالي الأسهم العادية	١٢٥١١٠	١١٩٨٣٢١

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٥.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ - ١٠ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٦

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوقية
٣٦٩٠٠٠٠	كاهنال سينتزل إيه بي سي	٥١٥٧٧٥	٨٠١٦٩٤
٦٨٥٠٠٠٠	جيكو	٤٥٧١٣	٦٧٤٧١٥
١٧٣٧٧١٥	واشنطن بوست	٩٧٣١	٣٠٩٥٣١
٣٣٧٦٢٠٠	هاندي أند هارمان	٢٧٣١٨	٤٦٦٨٩
٤٨٩٣٠٠	اير سيجار المحدودة	٤٤٠٦٤	٤٤٥٨٧
	الإجمالي	٦٤٣٦٠١	١٨٣٧٥٣٦
	جميع الأسهم العادية الأخرى	١٣٧١٣	٣١٥٠٧
	إجمالي الأسهم العادية	٦٥٥٣٦٤	١٨٧٤٠٣٣

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٦.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ-١١ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٧

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوقية
٣٠٠٠٠٠٠	كاهنال سينتزل إيه بي سي	٥١٧٥٠٠	١٠٣٥٠٠٠
١٨٥٠٠٠٠	جيكو	٤٥٧١٣	٧٥١٩٢٥
١٧٣٧٧٦٥	واشنطن بوست	٩٧٣١	٣٢٢٠٩٢
	إجمالي الأسهم العادية	٥٧١٩٤٤	٢١١٥٠١٧

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٧.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ- ١٢ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٨

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوقية
٣٠٠٠٠٠٠	كاهنال سينتزل إيه بي سي	٥١٧٥٠٠	١٠٨٦٧٥٠
٦٨٥٠٠٠٠	جيكو	٤٥٧٧٦	٨٤٩٤٠٠
١٤١٧٢٥٠٠	كوكاكولا	٥٩٢٥٤٠	٦٢٢٤٤٨
١٧٣٧٧٦٥	واشنطن بيرست	٩٧٢١	٣٦٤١٢٦
٧٤٠٠٠٠٠	مؤسسة رهن المنازل العقارية القيدالية	٧١٧٧٦	١٧١٢٠٠
	إجمالي الأسهم العادية	١١٣٣٧١١٣	٣٠٥٣٩١٤

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٨.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ- ١٣ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٩

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوقية
٢٣٣٥٠٠٠٠	كوكاكولا	١٠٢٢٦٢٠	١٨٠٣٧٨٧
٣٠٠٠٠٠٠	كاهنال سينتزل إيه بي سي	٥١٧٥٠٠	١٦٩١٢٧٥
٦٨٥٠٠٠٠	جيكو	٤٥٧١٣	١٠٤٤٦٢٥
١٧٣٧٧٦٥	واشنطن بيرست	٩٧٢١	٤٨٦٣٦٦
٧٤٠٠٠٠٠	مؤسسة رهن المنازل العقارية القيدالية	٧١٧٧٦	١٦١١٠٠
	إجمالي الأسهم العادية	١٦٦٨٥٩٣	٥١٨٨٧٥٢

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٩.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ-١٤ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٠

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوقية
٤٦٧٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٠٢٣٦٢٠	٢١٧١٥٥٠
٣٠٠٠٠٠٠	كأبيبال ابيبير / إيه بي ابي	٥١٧٥٠٠	١٢٧٧٣٧٥
٦٨٥٠٠٠٠	جيكو	٤٥٧١٢	١١١٠٥٥٦
١٧٣٧٧٦٥	واشنطن بوست	٩٧٢١	٣٤٢٠٩٧
٢٤٠٠٠٠٠	مؤسسة رهن المنازل العقارية الفيدرالية	٧١٧٧٦	١٧٠٠٠
	إجمالي الأسهم العادية	١٩٥٨٠٧٤	٥٤٠٧٩٥٢

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٠.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ-١٥ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩١

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوقية
٤٦٧٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٠٢٢٩٢٠	٣٧٤٧٦٧٥
٦٨٥٠٠٠٠	جيكو	٤٥٧١٢	١٢٦٣١٥٠
٢٤٠٠٠٠٠٠	جيليت	١٠٠٠٠٠	١٣٤٧٠٠٠
٣٠٠٠٠٠٠٠	كابيتال سينتزل إيه بي سي	٥١٧٥٠٠	١٣٠٠٥٠٠
١٤٩٥١٢٠٠	مؤسسة رهن الحبارل العقارية الفيدرالية	٧٧١٤٥	٣٤٣٠٩٠
١٧٣٧٧٦٥	واشنطن بوست	٩٧٢٦	٣٣٦٠٥٠
٣١٢٤٧٠٠٠	جنس العامة ذات المسئولية المحدودة	٢١٤٧٨٢	٣٩١٧٥٥
٥٠٠٠٠٠٠٠	ويلز فارمو أند كومعاني	٢٨٦٤٢١	٢٩٠٠٠٠٠
	إجمالي الأسهم العادية	١٨٧٨٣٧٢	٩٠٧٤٢٧٠

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩١.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ-١٦ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٢

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوقية
٩٣٤٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٠٢٢٩٢٠	٣٩١١١٧٥
٣٤٢٥٠٠٠٠	جيكو	٤٥٧١٢	٢٢٢٦٢٥٠
٣٠٠٠٠٠٠٠	كابيتال سينتزل إيه بي سي	٥١٧٥٠٠	١٥٢٣٥٠٠

الجدول أ-١٦ تابع

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة السوقية
٢٤٠٠٠٠٠٠	جلبت	٦٠٠٠٠٠	١٣٦٥٠٠٠
١٦١٦٦٧٠٠	مؤسسة رهن المنازل العقارية الفيدرالية	٤١٤٥٧٧	٧٨٣٥١٥
٦٣٥٨٤١٨	ويلز فارجو أند كومبانى	٣٨٠٩٨٣	٤٨٥٦٢٤
٤٣٥٠٠٠٠	حزال داسمكس	٣١٢٤٣٨	٤٥٠٧١٩
١٧٣٧٧٦٥	واشنطن بوست	٩٧٢١	٣٩٦٩٥٤
٣٨٣٣٥٠٠٠	جينيس العامة ذات المسئولية المحدودة	٣٣٢٠١٩	٢٩٦٥٨١
	إجمالي الأسهم العادية	٣٦٣٧٨٧١	١١٤٤١٣١٨

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٢.

ملحوظة: المبلغ بالألف دولار.

الجدول أ- ١٧- المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٣

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة السوقية
٩٣٤٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٠٣٣٩٢٠	٤١٦٧٩٧٥
٢٤٢٥٠٠٠٠	حكو	٤٥٧١٣	١٧٥٩٥٩٤
٢٤٠٠٠٠٠٠	جلبت	٦٠٠٠٠٠	١٤٣١٠٠٠
٢٠٠٠٠٠٠٠	كابيتال سينتيرز/ إيه بي سى	٣٤٥٠٠٠	١٣٣٩٠٠٠
٦٧٩١٣١٨	ويلز فارجو أند كومبانى	٤٢٣٦٨٠	٨٧٨٦١٤
١٣٦٥٤٦٠٠	مؤسسة رهن المنازل العقارية الفيدرالية	٣٠٧٥٠٥	٦٨١٠٢٣
١٧٣٧٧٦٥	واشنطن بوست	٩٧٣١	٤٤٠١٤٨
٤٣٥٠٠٠٠	حزال داسمكس	٩٤٩٣٨	٤٠١٢٨٧
٢٨٣٣٥٠٠٠	جينيس العامة ذات المسئولية المحدودة	٣٣٢٠١٩	٢٧٠٨٢٢
	إجمالي الأسهم العادية	٣١٨٣٥٠٦	١١٣٦٩٤١٣

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٣.

ملحوظة: المبلغ بالآلاف دولار.

الجدول أ- ١٨ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٤

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القائمة السوقية
٩٣٤٠٠٠٠٠	كوتاكولا	١٠٢٣٦٢٠	٥١٥٠٠٠٠
١٧٤٠٠٠٠٠٠	جيببت	٦٠٠٠٠٠	١٧٩٧٠٠٠
٢٠٠٠٠٠٠٠	كابينال سينيوز / إيه بي سي	٣٤٥٠٠٠	١٧١٥٠٠٠
٣٤٣٥٠٠٠٠	حككو	٤٥٧١٣	١١٧٨٢٥٠
٦٧٩١٢١٨	ويلز فارجو أند كوممانس	٤٢٣٦٨٠	٩٨٤٢٧٢
١٧٧٥٩٩٤١	أمريكان إكسپريس	٧١١٩١٩	٨١٨٩١٨
١٣٦٥٤٦٠٠	مؤسسه رهن المنازل العناريه العيدرليه	٢٧٠٤٦٨	٦٤٤٤٤١
١٧٢٧٧١٥	واشنطن بوست	٩٧٣١	٤١٨٩٨٣
١٩٤٥٣٣٠٠	شركة بي إن سي المصرفية	٥٠٣٠٤٦	٤١٠٩٥١
٦٨٥٤٥٠٠	جانب المعدودة	٣٣٥٢١٦	٣٦٥٠٠٢
	إجمالي الأسهم العادية	٤١٨٠٦٩٣	١٧٩٧١٨١٧

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٤.

ملحوظة: المبلغ بالآلاف دولار.

الجدول أ- ١٩ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٥

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة*	القصة المسوغة
٥٠٥٣٦٠٠	أمريكان إكسپريس	١٤٧٠	٥١٨٠
٣٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٣٩٩	١٣٤٠٠
٥١٢٠٣٢٤٢	والث ديرن	٢٨١	١٥٣١
٦٠٢٩٨٠٠٠	مؤسسة رهن المنازل العقارية الفيدرالية	٣٠٨	٤٨٨٥
٩٦٠٠٠٠٠٠	جوليت	٦٠٠	٤٥٩٠
١٧٣٧٧٦٥	وانشطن بوس٥	١١	٩٩٩
١٣٥٩٥١٨٠	ويلز فارجو آند كوسمان	٣٩٢	٢٥٤٠
	أخرى	٢٦٨٣	٥١٣٥
	إجمالي الأسهم العادية	٧٠٤٤	٣٧٧٦٥

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٥.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ - ٢٠ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٦

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٦.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ - ٢١ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٧

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٧.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ-٢٢ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٨

* تمثل تكلفة الوعاء الضريبي التي تساوي في مجموعها ١.٥ مليار دولار أقل من التكلفة وفقاً لمبادئ المحاسبة المقبولة.

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٨.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ-٢٣ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٩

* تمثل تكلفة الوعاء الضريبي التي تساوي في مجموعها ٦٩١ مليون دولار أقل من التكلفة وفقاً لمبادئ المحاسبة المقبولة.

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٩.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ-٢٤ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٠

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٠.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ- ٢٥ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠١

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠١.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ- ٢٦ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٢

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٢.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ- ٢٧ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٣

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٣.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ- ٢٨ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٤

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٤.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ - ٢٩ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٥

الجدول أ - ٢٩ تابع

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٥.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ - ٣٠ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٦

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٦.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ - ٣١ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٧

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٧.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ - ٣٢ المحفظة المالية للأسهم العادية لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٨

يتبع

الجدول أ- ٣٢ تابع

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٨.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ- ٣٣ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٩

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠٠٩.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ- ٣٤ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠١٠

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠١٠.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ- ٣٥ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠١١

يتبع

الجدول أ-٣٥ تابع

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠١١.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

الجدول أ-٣٦ المحفظة المالية للأسهم العادية بشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠١٢

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠١٢.

ملحوظة: المبلغ بالمليون دولار.

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوفية
١٥١٦١-٧٠٠	أمريكان اكسپريس	١٤٦	٥٣٩
٢٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٢٩٩	٢٣٦٨
١٥٣٩٢٠٠	إفيس أند آر بلوك المحدودة	٢٦٥	١٤*
١٤٠٠٠٠٠٠	هوندا كورپوريشن	٤٦٩	٩١١
١٧٢٧٦٦٥	وانشيلر بوسك	١	١١٧٥
٥٣٢١٥٠٠	ويلز فارجو أند كومانس	٢٠١	٢٤٧
	أخرى	٤٦١	٥٣٨*
	إجمالي الأسهم العادية	٩٤٦	٢٢٣*

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة*	القصة السوفية
٤٠٣٦٠٠	أمريكان اكسپريس	١٤٧٠	١٤٠٢
٢٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٢٩٩	١١٦٥
٤٩٥٥٣٠٠	والث ديون	٢٨١	١٥٣١
٦٠٢٩٠٠٠	مؤسسة ريس المنزلة العقارية الفيدرالية	٢٩٤	٢٨٠٢
٩٦٠٠٠٠٠٠	جوليت	٦٠٠	٢٩٤٤
١٧٢٧٦٦٥	وانشيلر بوسك	١١	٩٦
٤٩١٣١٨٠	ويلز فارجو أند كومانس	٢٤٩	٢٣٩
	أخرى	٤١٨٠	٦٤٤٨
	إجمالي الأسهم العادية	١٢٠*	٢٧٠٠٨

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	النسبة المئوية
151,610,700	أمريكان إنديان	1,270	0.0008
9,000,000	كوكاكولا	1,399	0.0009
91,000,000	جنت	100	0.0001
1,430,700	إتش أند آر بلوك المحدودة	443	0.0031
70,820	شركة إم آي سي المصرفية الخاصة	103	0.0001
26,000,000	موتيف كور بريس	499	0.0035
239,861,000	أسهم تويوتا التي تتداول في بورصة هونغ كونغ أو أياها (عالمياً)	618	0.0004
17,776,000	واشنطن بوست	11	0.0000
378,839,000	ولز فارجو أند كومباني	473	0.0034
17,260,000	وانت هارتس انشورانس لناتس	319	0.0023
	أمري	391	0.0028
	إجمالي الأسهم اءارة	9,056	0.0065

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة الموصوفة
٢٩٥٥٦٩٠٠	أمريكان إنستيتيوشن	١٣٣٠٧٠	٢٠٢٦٠٠
٢٠٠٠٠٠٠	كاثوليك سينيغال / إيه بي سي	٢٤٥٠٠٠	٢٤٦٧٥٠
١٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٣٥٨٠٠	٢٤٢٥٠٠
١٢٥٠٢٥٠٠	مؤسسة رهن العادل العقارية الفيدرالية	٣٦٠٠٠	١٠٠٤٤٠٠
٢٤١٥٠٠٠٠	جيكو	٤٥٠٧٠	١٣٩٢٠٧٠
٤٨٠٠٠٠٠٠	حلت	١٠٠٠٠٠	٢٥٠٢٠٠
٦٣١٣٦٨	ويلز فارغو ألد كومانان	٤٣٢٠٧٠	١٠٤٦٦٠
	إجمالي الأسهم العادية	٤٣٦٦٠١٠	١٨٢٤٤٠٠

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة الموصوفة
١٥٦٦٠٧٠٠	أمريكان إنستيتيوشن	١٤٠	٨٢٦
٢٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١١٢٩٩	١١٢٨٨
٩٦٠٠٠٠٠٠	جيليت	٦٠٠	٢٤٦٨
١٧٣٧٢١٥	واشنطن بوست	١١	١٠١١
٤٥٠٧١٣٨	ويلز فارغو ألد كومانان	٣١٩	٣٠٦٢
	أخرى	٦٧٠٢	٩٥٠١
	إجمالي الأسهم العادية	١٠٤٠٢	٢٧٦٦٩

نفت البن

إنه أمر رائع وأنيق وحذاب. نص الطيف لطهار سديتك المسطحة والمنضوخة، ولكن بمجرد انفتاح بطنك هل سيخون عليك التخلف من داني اسرة؟ لا، طالما كان مكان انقباضه، بل جروح القران، ربتك، انقباض العصب لم تكن في الشهر (عائداً) وساداً (أي غير ملتهب) أو أحر اللون، أو مسطحة. تذكرني أن ما كان بطنك جالنتك وابت من رحمتها في سرتك، وليس الذي بطنك بطنك، ما يعني أن نفت السرة في هذه الحالة، يبدئي بطنك بإتاحة الفرصة لمسببات الأمراض للحصول إليه عبرها، وليس هناك سدانة للفتل. من أن يتعارض نفت السرة مع الولادة، حتى لو كانت غير مثقلة خصوية.

وبالطبع مع تطور حملك وانفتاح بطنك بطرقاً فإنا قد نعد من أن خلق سرتك صراعاً بمرحلتك كثيراً بسبب تعدد العبد مع زيادة حجم البطن، كما يمكن أن يبدأ داني السرة في الاحتكاك، بدليلك - يقد، يالي، ي، أيضاً - خصوصاً عندما "تسرتك" في أواخر فترة الحمل، وهذا الاحتكاك قد يسبب لنا تذبذباً. إذا قررت امتزاج الخيط تماماً، ففرضه في شبه كل نصفه إمام حتى لا يتلف الفت (إذا) كنت ترتدعه منذ بضع سنوات فالاحتكاك الجارح حينها هو أن نفت صار صغيراً للغاية، أو قد تفكرين في استبدال الخيط بخنفة مرنة مصنوعة من الشرايطر واليشي).

أما عن نفت سرتك، أو أي مكان آخر من خلال العمل، والأدول، دليل ذلك إلى ما بعد الولادة: فتند البقرة بأدغ خلال العمل لا يوتر فكلها جيدة بالمره، حيث إنها يريد من فرض العنوي.

وهذا يكون الأول هات الفلغ، حيث أنك صفت نفاً في أثناء حملك، أو هل مع فتك أنك حامل مباشرة، إذا لم تكن المتطرفة حول الفتق قد تعافت بعد (أو أنها لا تزال حمراء) نص الأخص، نزع الخنفة ويخدم أرتدائها سوى بعد الولادة، ليس فقط بسبب زيادة العفافة بالعدوى، ولكن لأن تعدد بطنك قد يهدد مع ذلك الفتق غير المتعافى، ما يجعله أكثر بكثير عما قد ترفقن، أو حتى بذلك أنه قد يصبح فتقاً لا يجوز نقدها.

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة المبيعة
151710700	أمريكان اكسپريس	1287	7715
80000000	كوكاكولا	1199	14500
2412911	كوبوكو فيبين	1219	1399
23999100	دايولت ن بي	1057	1156
78110286	آي بي إم	11780	1468
7810750	مونديز كورپوريشن	217	1240
1006090	موتور زي	1990	2599
2678118	جيليس 66	660	1097
3967000	بوسكو	718	1390
82497788	نا رويالتي أند جاسر	236	2573
7888888	هانوف	274	2288
81001089	بيسكو العامة ذات المسؤولية المحدودة	1350	1368
7806769	يو ايس بانكروب	2601	2693
82829233	وا، مارت ستيور	2839	2161
887170071	ويلز فارمو كورپوريشن	1007	1007
	أفري	6267	11200
	إجمالي الأسهم القارية	49796	8763

عدد الأسهم	الشركة	النسبة المئوية	العصبة المملوكة
101.010.000	أمريكان إنجنيرينج	1287	7887
25072100	الهاوير بوش	1218	1861
70.018018	برلينغتون، جوردن، سامان في	2211	0.23
200000000	كوكاكولا	1299	12224
170.0000	كولواكو إنجينيرينج	1-36	1001
70241928	جونسون اند جونسون	904	428
11242200	كرافت فودز المحدودة	203	0.09
000000000	ميدلبرغ كوربوريشن	099	1214
481001	بوسكو	014	214
101022000	دا برونكر أديفانيل	1-2	900
17100903	مدلوف، العنسن	1066	1070
222207000	نيسكو العامة ذات المسؤولية المحدودة	1226	2000
70171001	بوايس إنكورب.	217	228
17001022	يو إس بي كورب.	016	011
19902400	والا هارت سنورز	902	900
1220720	واشنطن بوست	11	1317
300000000	ويلز فارغو أند كومبانى	1222	900
12202000	واييه ماونتين إنشورانس	229	006
	أخرى:	0228	2222
	إجمالي الأسهم الخاصة	90202	20999

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة الموقعة
١٥٦٠٧٠٠	أمريكان اكسپريس	١٢٨١	٦٥٠٧
١٥٠٠٠٠٠٠	بي واي تي	٢٢٢	١١٨١
٢٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٢٩٦	١٤١٤
٢٦١٠٩١٢٧	كوبيلكو فيليبس	٢٠٢٨	١٩٨٢
٢٢٥٦٣	جونسون أند جونسون	٢٤٤٦	٢٢٨٥
٢١٤٦٨٤	كرايول هونز	٢٩٠٧	٢٠٦٣
١٩١٥٩٦٠٠	موتور زي	١٢٨٦	١٩١٤
٣٩٤٧٥٤٤	بوسكو	١٧٥	١٧٠٦
١٢٣٩١٠٢١	دا بويش أند هاسلر	٤١٤	٤١٤٧
٢٨٢٨٢٨٢٨	ماتوني الجينس	٢٠٦٠	١٦٥٦
٢١٦٢٣٧٧٣	بنتكو العامة ذات المسؤولية المحدودة	١٤١٤	١٦٠٨
٧٨٠٦٠٧٢٩	يو إس بي إنكوب	٢٤٠١	٢١٠٥
٢٩٠٣٧١٤٢	وال مارت ستور	١٤٩٣	٢١٠٥
٣٤١٩٣٦١٢٥	ويلر فارموند كوسمان	٨٠١٥	١١١٢٣
	أخرى	٢٠٢٠	٢٩٥٦
	إجمالي الأسهم القارية	٣٢٧٢٣	٦١٥١٢

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة السوقية
٤٨٤٥٦٩٠٠	أمركاك أكسيس	١٣٢.٧٠	٢٦٨٤.٣٠
٠٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٦٩٨.٩٠	١٠.٥٦٤.٠٠
٢٤١١٤٣١٤	والث ديون	٥٧٢.٠٠	١٧٠.١٨٠
٦٤٤٤٦٠٠٠	مؤسسة رهن المنازل العقارية الفيدرالية	٣٣٩.٤٠	١٧٧٢.٨٠
٤٨٠٠٠٠٠٠	جوليت	٦٠٠.٠٠	٢٧٧٢.٠٠
٣٠١٥٦٦٠٠	ماكسويلز	١٣٦٥.٣٠	١٣٨٨.٤٠
١٧٣٧٧١٥	بانينغتون بوسيت	١٠.١٠	٥٣٩.٠٠
١٣٣١٤١٨	ويلز فارمو أند كوتسايز	٤١٧.٨٠	١٦٦٦.١٠
	إجمالي الأسهم العادية	٥٧٨٥.٧٠	٢٤٤٥٥.١٠

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة المبررة
15171700	البنك التجاري	1217	78.7
2499137	أبي نزار فاما مال المحدودة	182	124
2385200	الهايز بون	222	186
9000000	كيتالا	1299	8.72
768760	شركة أم أي تي المصرفية الخاصة	2.2	77
2800000	موتور كورجيسين	499	7.84
23911000	أسهم بروتينا التي تتداول في بورصة هونغ كونغ أو "تا ملاي"	688	1910
10000000	ذا بروكتر أند كامبل	94	578
1994200	وال حارت صوزر	944	93
1737710	واشطن بومب	1	132
299200	ولتر فار جي أند كوماني	224	4910
172200	ويد هالوتن انفوراس	369	67
		بيع	

تفاصيل زيادة الوزن

الطفل ٤.٤ كجم

العنقبة ٠.٦ كجم

السائل الأمنيوسي ٠.٩ كجم

الزيادة نسبت توضع الرحم ٠.٩ كجم

سحب نسيج الأم ٠.٩ كجم

كمية الدم لدى الأم ١.٨ كجم

السوائل في نسيج الأم ١.٨ كجم

مخزون الدهون لدى الأم ٢ كجم

المتوسط الكلي زيادة الوزن الكلي = ١٢.٦ كجم

(جميع الأوزان تقريبية)

التميز المبتدئ للتمه القوية		
التمه	في المتوسط لكل مركز	في المتوسط لكل مركز في المتوسط لكل مركز في المتوسط لكل مركز
101	10.1	10.1
102	10.2	10.2
103	10.3	10.3
104	10.4	10.4
105	10.5	10.5
106	10.6	10.6
107	10.7	10.7
108	10.8	10.8
109	10.9	10.9
110	11.0	11.0
111	11.1	11.1
112	11.2	11.2
113	11.3	11.3
114	11.4	11.4
115	11.5	11.5
116	11.6	11.6
117	11.7	11.7
118	11.8	11.8
119	11.9	11.9
120	12.0	12.0
121	12.1	12.1
122	12.2	12.2
123	12.3	12.3
124	12.4	12.4
125	12.5	12.5
126	12.6	12.6
127	12.7	12.7
128	12.8	12.8
129	12.9	12.9
130	13.0	13.0
131	13.1	13.1
132	13.2	13.2
133	13.3	13.3
134	13.4	13.4
135	13.5	13.5
136	13.6	13.6
137	13.7	13.7
138	13.8	13.8
139	13.9	13.9
140	14.0	14.0
141	14.1	14.1
142	14.2	14.2
143	14.3	14.3
144	14.4	14.4
145	14.5	14.5
146	14.6	14.6
147	14.7	14.7
148	14.8	14.8
149	14.9	14.9
150	15.0	15.0
151	15.1	15.1
152	15.2	15.2
153	15.3	15.3
154	15.4	15.4
155	15.5	15.5
156	15.6	15.6
157	15.7	15.7
158	15.8	15.8
159	15.9	15.9
160	16.0	16.0
161	16.1	16.1
162	16.2	16.2
163	16.3	16.3
164	16.4	16.4
165	16.5	16.5
166	16.6	16.6
167	16.7	16.7
168	16.8	16.8
169	16.9	16.9
170	17.0	17.0
171	17.1	17.1
172	17.2	17.2
173	17.3	17.3
174	17.4	17.4
175	17.5	17.5
176	17.6	17.6
177	17.7	17.7
178	17.8	17.8
179	17.9	17.9
180	18.0	18.0
181	18.1	18.1
182	18.2	18.2
183	18.3	18.3
184	18.4	18.4
185	18.5	18.5
186	18.6	18.6
187	18.7	18.7
188	18.8	18.8
189	18.9	18.9
190	19.0	19.0
191	19.1	19.1
192	19.2	19.2
193	19.3	19.3
194	19.4	19.4
195	19.5	19.5
196	19.6	19.6
197	19.7	19.7
198	19.8	19.8
199	19.9	19.9
200	20.0	20.0

الفحص بالموجات فوق الصوتية في الثلث الأول من الحمل

أحد الأهداف لن تخطيطه، نمر مدمج هناك التقنية الطولية (المعرفة ما إذا كان الجنين وبنًا أم بنتًا) في هذه المرحلة، ولكن الغرض على محاسنها، حيث إن الفحص المبكر بالموجات فوق الصوتية في الفترة بين 6-11 أسبوع، يقلل من خطر الإصابة بالأمراض الخلقية من الولادة، حيث يسمح أيضًا بإلقاء نظرة على صحتها. في الواقع، يوصي الكونجرس الأمريكي لأطباء النساء والتوليد أن يجري جميع السيدات الحوامل فحصًا مبكرًا بالموجات فوق الصوتية. والسبب الرئيسي لذلك: بالإضافة إلى تحديد عمر جنين، فإنه يسهل على الطبيب في بداية الحمل (أول 12 أسبوعًا) حساب موعد الولادة (بعد ثلثي الأول من الحمل لا يكون الفحص بالموجات فوق الصوتية بالذات نفسها). كما أن الفحص المبكر بالموجات فوق الصوتية يمكن أن يكتشف بعض المشاكل، ويعرفه في وقت مبكر، ويضعه الصحيح، أي في الرحم أو الاستعداد لتفصال المشيمة، حراج الرحم أو حمل التوأمين، وأيضًا كشف حالات في نهاية (أو أكثر) فإن الفحص المبكر بالموجات فوق الصوتية يساعد، كما سنبين الأمر من بابنا.

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة الصوتية
٧١-٦-٣٦٩	يوس، ديكرت	٢٤-١	٢١٧
٣٩-٣١٤٣	وال مارتن ستور	١٨٢	٢٣٢
١١٠٠١٤٢٨	ويلز فارغو أوكسفا	٩٨١	٢٤
	أخرى	٦٧٥	١٧
	إجمالي الأسهم العادية	٤٨١٠٩	٣٦٩١

كيف تخطيط الموجات فوق الصوتية، علاوة على عدد جلسات التحليل وحملها؟ من خلال موجات صوتية تبعث من محسن يشبه العنقا (الترجام) حيث ترتد هذه الموجات ما تصطده من النض، وتفسر الحمل، وإنتاج صورة للجنين يمكن رؤيتها على الشاشة إذا خصصت للفحص بالموجات فوق الصوتية في الصباح الباكر أو المساء، فالأرجح أن يكون فحصًا بالموجات فوق الصوتية غير المعمل. في هذا النوع من الفحص، يستخدم الطبيب معيارًا رقميًا لقياس ضغط الدم في العنقا، ويقيس عمقها، ويخبره في المهبيل، يقوم الطبيب بعد ذلك بتدويرها بزاوية، في فناء المهبيل، ساعطًا رويكًا، وهكذا في وقت مبكر، أما بعد الأسبوع السادس أو السابع فيمكن رؤية في العنقا من شدة الإجراء فحص بالموجات فوق الصوتية على جدار البطن، الإجراء فحص مبكر بالموجات فوق الصوتية على جدار البطن، لا أن يكون هناك مضطربة أو ظهور أمر سمي، كما نلاحظ ذلك في وقت مبكر، وهو أكثر سهولة. نوضح مادة فلامية على تلك بعض الأطباء ينفقونه أولاً ولا فيمكنهم بارأه، ثم يتم تحريك الترجام فيها.

والإجراء هذا، بعد تدوير ما يتراوح بين ٤ دقائق إلى ٣٠ دقيقة، وهذا غير مؤلم، هذا النوع الإزاح الذي تسببه العقدة العملاقة والس غير ضرورية. فإن الفحص بالموجات فوق الصوتية على جدار البطن في الثلث الأول من الحمل، وكذلك الإزاح العنقي الذي قد يسببه الإزاح، يستحسن، من خلال ما يحدث مع طبيبت (الآن أنك ستخبرني أن من يشرح لك ما تراه) ولا تأخذ من نتيجته من صورة هناك تذكرًا، تحفظه.

في حين أن معظم الأطباء يظنون لسبب أسبوع على الأقل إجراء فحص مبكر بالموجات فوق الصوتية، فمن المحتمل رؤية كيس الحمل بعد مرور ٤ أسابيع، ومنه على ضرورة تدويره، وكذلك بعض العين بعد مرور ٣ إلى ٦ أسابيع، إن كان الرقم من الله لا يمكن رؤيته تلقائيًا في هذا الوقت المبكر.

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القيمة المعودة
١٥١٦٠٠٠	المركان (مستحسن)	١٤٠	٥٤٠
٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٢٩٩	٩٤٢٠
٩١٠٠٠٠٠٠	جيبنت	١٠٠	٢٣٠١
١٥٩٩٩٠٠	أفنى أند أريبلوك المحدودة	٢٦٥	٧١٥
١٤٠٠٠٠٠٠	موزير كوربوريشن	٤٩٩	٩٧٧
١٧٢٧٦٥	باشنطو بوسنت	١١	٩١٦
٤٣٦٥٠٠	ويلز فارمو أند كومبانى	٣٠١	٢٣١٥
	أخرى	٤٠٢	٥٧٢٦
	إجمالي الأسهم القابلة	١٥٤٢	٧٦٧٥

عدد الأسهم	الشركة	الثقلنة	القصة المبيعة
١٥١٦٠٧٠٠	أسكان اكسيس	١٢٨٧	٦٤٣
٣٥٠٠٠٠٠٠	بي واي دي	٢٣٣	١٩٨٦
١٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١١٩٩	١١٤٠٠
٣٧٧١١٣٠	كونوكو فبيس	٣٧٤١	١٩٣٦
٦٨٥٣٠٤١٧	جونسون اند جونسون	١٧٦٤	١٨٤٨
١٤٠٢٧٥٠٠	كرافت فيبرز	٤٣٣	٣٥٤١
٣١٧٥٥٤	بوسكو	٧٦٧	٢٠٩٣
٨٣١٧٨٤١١	ذا برودجر اند جابل	٥٣٣	٤٠٤٠
١٥١٠٨٩٦٧	عالموي أسيس	١٠٠١٧	١٩٩٩
٣٣٤٤٧٣٧٣	تيسكو العامة ذات المسئولية المحدودة	١٣٧٧	١٦٢٠
٧١١٣٩٤١	بوايس تاكويرت	٢٣٧١	١١٣٥
٣٩٠٣٧١٤٣	وال، عارت ستورز	١٨٩٣	٢٠٨٧
٣٣٤١٣٥٥٨٥	ويلز فارجو اند كوشمان	٧٣٧٤	٩٠٢١
	أخرى	٣٦٨٠	٨٢٢٦
	إجمالي الأسهم العامة	٢٤٤٤٦	٥٩٠٢٤

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	نسبة المصروف
١٥١٦٠٠٠	أمرمكان إنكسبريس	١٤٧٠	٧٣٢
٠٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١٧٩٩	١٠١٥٠
٩١٠٠٠٠٠٠	جيليت	١٠٠	٢٥٢١
١٤٦١٠٩٠٠	إنش أند آر بلوك المحدودة	٢٢٢	٨٠٩
١٥٢٧٥٠٠٠	إنش سي إيه المحدودة	٤٩٢	٦٦٥
٦٧٠٨٧٦٠	شركة إيم أند نى المصرفية القابضة	١٠٢	٦٥٩
٢٤٠٠٠٠٠٠	موليز كورپوريشن	٤٩٩	١٤٥٢
١٣٣٨٣١٠٠٠	بروسابا المحدودة	٤٨٨	١٧٤٠
١٧٢٧٦٥٠	واشنطن بنوك	١١	١٣٦٤
٤١٤٤٨٣٤٠	ويلز فارجو أند كومبانى	٤١٢	٢٣٣٤
	أخرى	١٦٦٢	٤٦٤٢
	إجمالي الأسهم اجمالية	٨٥١٥	٢٥١٢٨

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوفية
٤٨٥٦٩٠	أمريكان اكسپريس	١٣٢.٧٠	٤٤٤.٠٠
٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١١٩٨.٩٠	١٢.٢٧٧.٥٠
٢١٥١٤٤٦	والث ديون	٢١١.٦٠	٢١٢٤.٨٠
٦٣٩٧٦٠	مؤسسة ريس العقارية الفدرالية	٣٩٩.٤٠	٢٦٨٢.١٠
٤٨٠٠٠٠٠	جوليت	٦٠٠.٠٠	٤٨٧١.٠٠
٢٩٧٢١٩٨	ترافلرز جروب	٦٠٤.٤٠	١٢٩٨.٦٠
١٧٣٧١٥	بانفيلد بومست	١.٠٠	٨٠.٠٠
٦٦٨.٣١٨	ويلز فارمو أند كومانان	٥١٢.٦٠	٢٢٩.٠٠
	إجمالي الأسهم الغدابة	٥٠١٩.٨٠	٣١٧٨٠.٥٠

عدد الأسهم	الشركة	التكلفة	القصة السوفية
١٥٦٦١-٢٠٠	أمريكان اكسپريس	١٢٧٢	٢٨١٢
٠٠٠٠٠٠٠٠	كوكاكولا	١١٩٩	٩٠٤٤
٨٤٨٦٣٧٣	كوبنكولر فيليبس	٧٠٠.٨	٤٢٩٨
٢٠٠٠٩٥٩١	جونسون أند جونسون	١٨٤٢	١٧٩٥
١٢-٢٢٢٥٠٠	كرافت فودز	٤٣٢	٣٢٥٨
٣٩٠٧٨٥٤	ويستكو	١٦٨	١١٩١
٩١٩٤١٠٠	زابروكس أند جامل	٦٤٣	٥٧٤٤

عدد الأسهم	الشركة	الثقلنة	القصة الموقعة
٢٣١١٩٦٦	مهاجرين المنص	١٨٢٩	١٢-٢
١١٦٦٠٠٠	مويش ربي	٧٣٣	٥٢٠
٢٢٣٠٧٠٠٠	بنسكو العامة ذات المسؤولية المحدودة	١٢٢١	١١٩٣
٧٥١٢٥٢٦	يو إس إنكوب	٢٢٣٩	١٨٧٩
١٩٩٤٣٠٠	وال مارك سبور	٩٤٢	١١١٨
١٧٢٧٦٥	بانشطو بوس	١١	٦٧٤
٠:٤٩٢-١٨	ويلز فارو إنكوب	١٧-٢	٨٩٨٣
	أخرى	٦-٣٥	٤٨٠
	إجمالي الأسهم القابلة	٣٧١٦٥	٤٩٠٧٣

الملاحظات

الفصل ١

حالة نادرة: أعظم مستثمر في العالم

Carol Loomis, Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically .1
.Everything, 1966–2012 (New York: Time Inc., 2012), 256

Matthew Bishop and Michael Green , Philanthrocapitalism: How .2
.Giving Can Save the World (New York: Bloomsbury Press, 2008),1

.Loomis , Tap Dancing to Work , 258 .3

٢٦١ .٤ .المصدر ذاته،

.Bishop and Green , Philanthrocapitalism , 75 .5

.Loomis , Tap Dancing to Work , 149 .6

٣١٥ .٧ .المصدر ذاته،

Alice Schroeder , The Snowball: Warren Buffett and the Business of .8
.Life (New York: Random House, 2008), 51, 55

Roger Lowenstein , Buffett: The Making of an American Capitalist .9
(New York: Random House, 1995), 10

.Schroeder, Snowball , 62 .10

.١١ .المصدر ذاته،

.١٢ .المصدر ذاته،

Adam Smith, Supermoney (Hoboken , NJ: John Wiley & Sons, 2006), .13
.178

.١٤ .المصدر ذاته،

.Loomis, Tap Dancing to work, 67 .15

.Lowenstein, Buffett , 26 .16

Schroeder, Snowball , 146. Schroeder references this apt analogy to .17
.Plato's cave, which was originally made by Patrick Byrne

John Train, The Money Masters (New York: Penguin Books, 1981), .18
.11

John Brooks, The Go-Go Years (New York: Weybright & Talley, .19
(1973).

.Train, Money Masters , 12 .20

.21 .9. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٧، ٢٢.

.22 .10. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ٢٠١١، ٩.

Loomis , Tap Dancing to Work , 62 .23

يستخدم سيجما وهو الحرف الثامن عشر في الأبجدية اليونانية في الإحصاءات لتمثيل
الانحراف المعياري عن

المتوسط الحسابي، فنجد أن حدث خمسة سيجما يقيس خمسة انحرافات معيارية، تكون
احتمالية حدوثها هي ١ من ٣.٤٨٨.٠٠٠. ويمكننا التعبير عنها بطريقة

أخرى، بأن خمسة انحرافات معيارية لديها احتمالية بنسبة ٩٩.٩٩٩٩٩٤٪ بأن تكون
صحيحة.

.11 .2٤. المصدر ذاته.

الفصل ٢

- .1 Adam Smith, Supermoney (New York: Random House, 1972), 172 .
- .2 New York Times , December 2, 1934 , 13D .
- .3 Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis, 3rd ed. (New York: McGraw-Hill, 1951), 38 .
- .12 .4 المصدر ذاته، ١٣ .
- .5 Ben Graham: The Grandfather of Investment Value Is Still “Concerned,” Institutional Investor , April 1974, 62 .
- .13 .6 المصدر ذاته، ٦١ .
- .7 John Train, The Money Masters (New York: Penguin Books, 1981), .60 .
- .8 Philip Fisher, Common Stocks and Uncommon Profits (New York: Harper & Brothers, 1958), 11 .
- .14 .9 المصدر ذاته، ٦١ .
- .15 .١٠ المصدر ذاته، ٣٣ .
- .11 Philip Fisher, Developing an Investment Philosophy , Financial Analysts Research, Foundation, Monograph Number 10, p. 1 .
- .12 .Fisher, Common Stocks , 13 .
- .13 .Fisher , Developing an Investment Philosophy , 29 .

Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value : The Story of Warren .14

.Buffett rev. ed. (Birmingham, AL: AKPE, 2000), 89

Robert Hagstrom, Investing : The Last Liberal Art (New York: .15

.(Columbia University Press, 2013

.16 .16. ملاحظات تم تدوينها في الاجتماع السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٧، و

تدوينه في السيرة الذاتية ل " تشارلي مانجر " بعنوان "Damn Right!

التي كتبها "جانيت لوي" (New York: John Wiley)

.(& Sons, 2000

Andrew Kilpatrick, Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street .17

.(New York: Donald I. Fine , 1992), 38

Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: 'I Don't Have to .18

.Work with People I Don't Like,'" Forbes , October 18, 1993, 43

.17 .19. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٩، ٢١.

.18 .٢٠. المصدر ذاته.

L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," New York Times Magazine , April .21

.1, 1990, 61

.19 .22. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٧، ١٥.

Warren Buffett, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville," .23

.Hermes, Fall 1984

.20 .24. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٠، ١٧.

Benjamin Graham , The Intelligent Investor , 4th ed. (New York: .25

.Harper & Row, 1973), 287

Warren Buffett, “What We Can Learn from Philip Fisher,” Forbes , .26

.October 19, 1987, 40

The Money Men —How Omaha Beats Wall Street,” Forbes ,“ .27

. November 1, 1969, 82

الفصل ٣

شراء شركة: المبادئ الاثنا عشر التي لا تتغير

.21 .١. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٧، ١٤.

Robert Lenzner, “Warren Buffett’s Idea of Heaven: ‘ I Don’t Have to .2

.Work with People I Don’ t Like,” Forbes , October 18, 1993

.Fortune , November 29, 1993, p. 11 .3

.22 .٤. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٧، ٧.

.23 .٥. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٩، ٢٢.

.24 .٦. الاجتماع السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٥ كما ورد في كتاب المؤلف

Andrew Kilpatrick , Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett ,

rev. ed. (Birmingham, AL: AKPE, 2004)

.1356

St. Petersburg Times , (December 15, 1999), quoted in Kilpatrick, Of .7

.Permanent Value (2004), 1356

Fortune , (November 22, 1999), quoted in Kilpatrick, Of Permanent .8

25. ٩. الاجتماع السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٦ Kilpatrick (٢٠٠٤), ١٣٤٤.

26. ١٠. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٢، ٥٧.

11. Lenzner, “Warren Buffett’s Idea of Heaven”.

27. ١٢. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٩.

13. Carol Loomis, “ The Inside Story of Warren Buffett,” Fortune , April 11, 1988.

28. ١٤. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٨، ٥.

29. ١٥. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٦، ٥.

16. Kilpatrick , Of Permanent Value (2000), 89.

30. ١٧. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٩، ٢٢.

18. Linda Grant, “The \$4 Billion Regular Guy,” Los Angeles Times , April 17, 1991 (magazine section), 36.

19. Lenzner, “Warren Buffett’s Idea of Heaven”.

31. ٢٠. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٥، ٩.

32. ٢١. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٧، ٢٠.

33. ٢٢. المصدر ذاته، ٢١.

34. ٢٣. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٤، ١٥.

35. ٢٤. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٦، ٢٥.

Carol Loomis, Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically .25
(Everything, 1966–2012 (New York: Time Inc., 2012

36. ٢٦. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٠، ١٦.

37. ٢٧. خطابات شركة بيركشاير هاثاواي لحملة الأسهم ١٩٧٧-١٩٨٣، ٥٢.

38. ٢٨. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٩، ٥.

Jim Rasmussen, “ Buffett Talks Strategy with Students ,” Omaha .29
.World Herald , January 2, 1994, 26

39. ٣٠. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٢، ١٤.

40. ٣١. خطابات شركة بيركشاير هاثاواي لحملة الأسهم ١٩٧٧-١٩٨٣، ٥٢.

Lowenstein, Buffett: The Making of an American Capitalist (New .32
York: Random House, 1995), 323

41. ٣٣. خطابات شركة بيركشاير هاثاواي لحملة الأسهم ١٩٧٧-١٩٨٣، ٨٢.

الفصل ٤

شراء الأسهم العادية: تسع دراسات حالة

Mary Rowland, “Mastermind of a Media Empire,” Working Women , .1
.November 11, 1989, 115

42. ٢. التقرير السنوي لشركة واشنطن بوست لعام ١٩٩١، ٢.

43. ٣. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٢، ٥.

44. ٤. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٥، ١٩.

5. Chalmers M. Roberts, The Washington Post : The First 100 Years .5
(Boston: Houghton Mifflin, 1977), 449.

45. 6. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩١، ٨ .

46. ٧. المصدر ذاته، ٩.

8. William Thorndike Jr., The Outsiders: Eight Unconventional CEOs .8
and Their Radically Rational Blueprint for Success (Boston: Harvard
.Business Review Press, 2012), 9.110

9. Carol Loomis , “An Accident Report on GEICO,” Fortune , June 1976, .9
.120

47. ١٠. مع أن انهيار سوق الأوراق المالية في عامي ١٩٧٣-١٩٧٤ قد أسهمت في تدهور شر
جيكو بشكل جزئي، فإن التدهور الذي تعرضت له الشركة عامي ١٩٧٥

و١٩٧٦ كان من صنع يديها هي. ففي عام ١٩٧٥ بدأ مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ مسجلاً
٧٠.٢٣، وأنهى العام بتسجيل ٩٠.٩، وفي العام التالي كانت سوق الأوراق المالية

قوية بالقدر نفسه. وفي عام ١٩٧٦ ارتفعت الأسهم في سوق الأوراق المالية، وانخفضت
أسعار الفائدة. وكان هبوط سعر أسهم شركة جيكو ليست له أية علاقة
بسوق الأوراق المالية.

11. Beth Brophy, “After the Fall and Rise,” Forbes , February 2, 1981, 86 .

12. Lynn Dodds, “Handling the Naysayers ,” Financial World , August 17, .12

48. ١٣. خطابات شركة بيركشاير هاتاواي لحملة الأسهم ١٩٧٧-١٩٨٣، ٣٣.

14. Andrew Kilpatrick, Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street .(New York: Donald Fine, 1992), 102

15. Anthony Bianco, “Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules,” .BusinessWeek , April 15, 1985, 34

49. 16. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩١، ٨.

17. Bianco , “Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules .

18. Dennis Kneale, “Murphy & Burke,” Wall Street Journal , February 2, 1990, 1

50. 19. التقرير السنوي لشركة كابيتال سيتيز/ إيه بي سي لعام ١٩٩٢.

20. “A Star Is Born,” BusinessWeek , April 1, 1985 , 77

21. Anthony Baldo, “CEO of the Year Daniel B . Burke,” Financial World ., April 2, 1991, 38

51. 22. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٥، ٢٠.

23. Roger Lowenstein, Buffett: The Making of an American Capitalist .(New York: Random House, 1995), 323

52. 24. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٣، ١٤.

25. Kilpatrick, Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street , 123

- Mark Pendergrast, *For God, Country and Coca-Cola* (New York: .26
.(Scribners, 1993
- Art Harris, “The Man Who Changed the Real Thing,” *Washington Post* , July 22, 1985, B1 .27
- .Strategy of the 1980s,” *Coca-Cola Company*“ .28
- .53 .29. المصدر ذاته.
- .54 .30. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٢، ١٣.
- .55 .31. المصدر ذاته.
- John Dorfman, “Wells Fargo Has Bulls and Bears; So Who’s Right?,” .32
.*Wall Street Journal* , November 1, 1990, C1
- .56 .33. المصدر ذاته.
- .John Liscio, “Trading Points,” *Barron’s* , October 29, 1990, 51 .34
- .57 .35. خطابات شركة بيركشاير هاتاواي لحملة الأسهم ١٩٧٧-١٩٨٣، ١٥.
- .58 .36. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٠، ١٦.
- Reid Nagle , “Interpreting the Banking Numbers,” in *The Financial Services Industry— Banks, Thrifts, Insurance Companies, and Securities Firms* , ed. Alfred C. Morley, 25–41 (Charlottesville, VA: Association of
.(Investment Management and Research, 1991
- .CEO Silver Award,” *Financial World* , April 5, 1988, 92“ .38

Gary Hector, "Warren Buffett's Favorite Banker," Forbes , October 18, 1993, 39, 46.

59. 40. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٠، ١٦.

60. ٤١. المصدر ذاته.

61. ٤٢. المصدر ذاته.

R. Hutchings Vernon, "Mother of All Annual Meetings," Barron's , 43, May 6, 1991.

44. John Taylor, "A Leveraged Bet," Forbes , April 15, 1991, 42.

62. 45. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٤، ١٧.

46. Dominic Rushe, "Warren Buffett Buys \$10bn IBM Stake," The Guardian , November 14, 2011.

63. 47. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ٢٠١١، ٧.

64. ٤٨. المصدر ذاته.

65. ٤٩. المصدر ذاته، ٦.

66. ٥٠. المصدر ذاته، ٧.

51. Rushe, "Warren Buffett Buys \$10bn IBM Stake."

67. ٥٢. إنني ممتن لـ "جرادي باكيت"، وهو محلل مالي معتمد ومدير قسم التكنولوجيا في شركة مورينجستار، على إرشاداته لي.

53. Steve Lohr, "IBM Delivers Solid Quarterly Profits," New York Times ,

July 18, 2012

68. 54. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ٢٠١١، ٧.

69. ٥٥. مقتبس من لقاء " وارن بافيت" أجراه مع قناة سي. إن. بي.سي، ١٤ فبراير، ٢٠١٣.

56. Michael de La Merced and Andrew Ross Sorkin, "Berkshire and 3G Capital in a \$23 Billion Deal for Heinz," New York Times , February 19, 2013 .

70. 57. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٨٧، ١٥.

الفصل ه

إدارة المحفظة المالية: رياضيات الاستثمار

71. ١. محادثة مع " وارن بافيت" في أغسطس ١٩٩٤.

2. Dan Callaghan, Legg Mason Capital Management/Morningstar Mutual Funds .

72. 3. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٣، ١٥.

73. ٤. المصدر ذاته.

74. ٥. محادثة مع " وارن بافيت" في أغسطس ١٩٩٤.

6. Outstanding Investor Digest , August 10, 1995, 63 .

75. ٧. المصدر ذاته.

8. Peter L. Bernstein, Against the Gods (New York: John Wiley & Sons, 1996), 63 .

76. ٩. المصدر ذاته.

77. ١٠. المصدر ذاته.

11. Outstanding Investor Digest , May 5, 1995, 49 .

12. Robert L. Winkler, An Introduction to Bayesian Inference and
.Decision (New York: Holt , Rinehart & Winston, 1972), 17

13. Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value : The Story of Warren
.Buffett (Birmingham, AL: AKPE, 1998), 800

14. Outstanding Investor Digest , April 18, 1990, 16 .

78. ١٥. المصدر ذاته.

16. Outstanding Investor Digest , June 23, 1994, 19 .

17. Edward O. Thorp, Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game
.of Twenty-One (New York: Vintage Books, 1962

79. ١٨. إنني مدين لـ "بيل ميلر" لتوضيحه لي نموذج جي. إل. كيلبي الخاص بالنمو.

19. C. E. Shannon, "A Mathematical Theory of Communication," Bell
. (System Technical Journal 27, no . 3 (July 1948

20. J. L. Kelly Jr., "A New Interpretation of Information Rate," Bell
. (System Technical Journal 35, no . 3 (July 1956

21. Outstanding Investor Digest , May 5, 1995, 57 .

22. Andrew Beyer, Picking Winners : A Horse Player 's Guide (New

.York: Houghton Mifflin, 1994), 178

.Outstanding Investor Digest , May 5, 1995, 58 .23

Benjamin Graham, The Memoirs of the Dean of Wall Street (New .24

.York: McGraw -Hill, 1996), 239

٢٥. 80. تم تعديل هذا الخطاب كمقال في مجلة هيرميس التي تصدر عن كلية كولومبيا لإدارة الأعمال تحت العنوان نفسه (خريف ١٩٨٤). والملاحظات المذكورة هنا

مقتبسة مباشرة من هذا المقال.

Warren Buffett, “ The Superinvestors of Graham-and-Doddsville, ” .26

.Hermes , Fall 1984. إن المستثمرين

البارزين الذين ذكرهم "بافيت" في

هذا المقال هم "والتر شلوس"، الذي عمل مع "بافيت" في شركة جراهام نيومان في منتصف خمسينيات القرن العشرين، و"توم ناب"، الذي كان يعمل هو كذلك

في شركة جراهام نيومان، وقد أسس فيما بعد شركة تويدي براوني بارتزشيب بالشراكة مع "إيد أندرسون". و كذلك من أتباع جراهام، "بيل روين" وهو أحد

تلاميذ "جراهام"، الذي أسس فيما بعد صندوق سيكويلا الاستثماري بالشراكة مع "ريك كانيف"، ومن بين هؤلاء أيضًا شريك "بافيت" وهو "تشارلي مانجر"

و"ريك جيرين" من شركة باسيفيك بارتنز، و"ستان بيرلميتز" من شركة بيرلميتز إنفيستمينت.

٢٧. 81. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩١، ١٥.

Jess H. Chua and Richard S. Woodward , “J. M. Keynes’s Investment .28

Performance: A Note,” Journal of Finance 38, no. 1

.(March 1983)

.82 .29. المصدر ذاته.

.83 .30. المصدر ذاته.

.31 .Buffett, “Superinvestors”.

.84 .32. المصدر ذاته.

.85 .33. المصدر ذاته.

.86 .34. التقرير السنوي لصندوق سيكوييا الاستثماري لعام ١٩٩٦.

.35 .Solveig Jansson, “GEICO Sticks to Its Last,” Institutional Investor ,
.July 1986, 130

.87 .36. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٦، ١٥.

.88 .37. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٥، ١٠.

.89 .38. تم إجراء البحث المذكور هنا مع د. جوان لام تينانت، في جامعة فيلانوفيا.

.39 .K. J. Martijn Cremers and Antti Petajisto, “How Active Is Your Fund
”,Manager? A New Measure That Predicts Performance
.Yale ICF Working Paper No. 06-14 , March 31, 2009

.40 .“Active Funds Come out of the Closet,” Barron’s , November 17,
.2012

.41 .Buffett, “Superinvestors”.

42. المصدر ذاته.

Joseph Nocera, "Who's Got the Answers?," Fortune , November 24 , 43
1997, 329.

V. Eugene Shahan, "Are Short-Term Performance and Value .44
.Investing Mutually Exclusive?," Hermes , Spring 1986

90. ٤٥. التقرير ربع السنوي لصندوق سيكويلا الاستثماري، ٣١ مارس ١٩٩٦.

91. ٤٦. من المقولات المشهورة لـ "وارن بافيت".

92. ٤٧. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٧، ١٤.

93. ٤٨. المصدر ذاته.

94. ٤٩. المصدر ذاته.

95. ٥٠. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨١، ٣٩.

Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis , 3rd ed. (New 51
(York: McGraw-Hill, 1951

96. 52. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٧، ١٥.

97. ٥٣. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩١، ٨.

98. ٥٤. المصدر ذاته.

55. Outstanding Investor Digest , August 10, 1995, 10 .

99. 56. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩١، ١٥.

100. 07. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام 1996.

Robert Jeffrey and Robert Arnott, "Is Your Alpha Big Enough to .58
.Cover Its Taxes?," Journal of Portfolio Management , Spring 1993

101. 09. المصدر ذاته

Brett Duval Fromson, "Are These the New Warren Buffetts?," .60
Fortune , October 30, 1989, from Carol Loomis, Tap Dancing to Work:
Warren Buffett on Practically Everything, 1966–2012 (New York : Time
.Inc., 2012), 101

الفصل ٦

علم نفس الاستثمار

1. Outstanding Investor Digest , August 10, 1995, 11 .1

Benjamin Graham, The Intelligent Investor (New York: Harper & Row, .2
.1973), 106

Jonathan Fuerbringer, "Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird- .3
.Brained," New York Times , March 30, 1997 , section 3, p. 6

Jonathan Burton, "It Just Ain 't Rational," Fee Advisor , .4
.September/October 1996, 26

Brian O'Reilly, "Why Can't Johnny Invest?," Fortune , November 9 , .5
.1998, 73

6. Fuerbringer, "Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird-Brained .6

Larry Swedore, "Frequent Monitoring of Your Portfolio Can Be .7

Injurious to Your Health,” www.indexfunds

.com/articles/20021015_myopic_com_gen_LS.htm 8. Shlomo Benartzi and Richard Thaler, “Myopic Loss Aversion and the Equity Risk Premium,” Quarterly Journal of Economics 110, no. 1 (February 1995): .73–92

102. ٩. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٨٤، ١٤.

10. Graham, Intelligent Investor

103. ١١. المصدر ذاته.

104. ١٢. من أجل الحصول على ملخص شامل ومعد جيداً يتناول تاريخ تطور الأمور المالي الحديثة، انظر كتاب "بيتر بيرنشتاين" بعنوان Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street (New York: Free Press, 1992).

105. 13. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٣، ١٣.

106. ١٤. المصدر ذاته.

15. Outstanding Investor Digest , June 23, 1994, 19

16. Outstanding Investor Digest , August 8 , 1996, 29

107. 17. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٨، ١٨.

108. ١٨. المصدر ذاته.

19. Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett (Birmingham, AL: AKPE, 1988), 683

Andrei Shleifer and Robert Vishny, “The New Theory of the Firm: .1
”,Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms

American Economic Review, Paper and Proceedings 80, no. 2 (1990):
.148–153

109. ٢. المصدر ذاته

Keith Stanovich, What Intelligence Tests Miss: The Psychology of .3
Rational Thought (New Haven: Yale University Press, 2009). Also see
Keith Stanovich, “Rationality versus Intelligence,” Project Syndicate
(2009-04-06), www.project-syndicate.org

Keith Stanovich, “Rational and Irrational Thought: The Thinking That .4
IQ Tests Miss,” Scientific American Mind (November/December 2009),
.35

Jack Treynor, Treynor on Institutional Investing (Hoboken, NJ : John .5
.Wiley & Sons, 2008), 425

110. ٦. المصدر ذاته، ٤٢٤.

111. ٧. المصدر ذاته.

Daniel Kahneman, Thinking Fast and Slow (New York: Farrar, Straus .8
& Giroux, 2011), 4

112. ٩. تكلفة المضرب ١.٠٥ دولار، وتكلفة الكرة ٠.٠٥ دولار. وستستغرق نحو ٥ دقائق د

١٠٠ ماكينة لصناعة ١٠٠ أداة صغيرة، وسيستغرق ٤٧ يومًا من نبات زنابق الماء

لتغطية نصف البحيرة.

D . N. Perkins, "Mindware and Metacurriculum," in Creating the .10
.Future: Perspectives on Educational Change , comp. and ed

Dee Dickinson (Baltimore: Johns Hopkins University School of
(Education, 2002

Ilia Dicher, Kelly Long, and Dexin Zhou, "The Dark Side of Trading," .11
.Emory University School of Law, Research Paper No. 11, 95–143

Carol Loomis, Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically .12
.Everything, 1966–2012 (New York: Time Inc., 2012), 101

الفصل ٨

أعظم مستثمر في العالم

Roger Lowenstein, Buffett : The Making of an American Capitalist .1
(New York: Random House , 1995), 20

John Pratt and Richard Zeckhauser, eds., Principals and Agents: The .2
(Structure of Business (Boston: Harvard Business School Press, 1985

Carol Loomis, Tap Dancing to Work : Warren Buffett on Practically .3
.Everything, 1966–2012 (New York: Time Inc ., 2012), 101

.113 .٤. محادثة مع " كارول لوميس " فبراير ٢٠١٢.

.5 . Lowenstein, Buffet

.Loomis, Tap Dancing to Work , 134 .6

Carol Loomis, “Inside Story of Warren Buffett,” Fortune , April 11, .7
.1988, 34

.114 .8. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٦، ١٦.

.115 .٩. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٩٣، ١٥.

William N. Thorndike Jr., The Outsiders: Eight Unconventional .10
CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success (Boston:
.Harvard Business Review Press, 2012), 194

.116 .١١. المصدر ذاته.

.117 .١٢. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاتاواي لعام ١٩٣٣، ١٦.

.118 .١٣. المصدر ذاته.

.119 .١٤. المصدر ذاته، ١٤.

.120 .١٥. المصدر ذاته.

George Johnson, Fire in the Mind: Science, Faith, and the Search for .16
.Order (New York: Vintage Books, 1995), 104

Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value : The Story of Warren .17
.Buffett (Birmingham, AL: APKE, 1998), 794

Ron Chernow, The Death of the Banker: The Decline and Fall of the .18
Great Financial Dynasties and the Triumph of Small Investors (New
(York: Vintage Books, 1997

121. 19. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٨٧، ١٥.

Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: 'I Don't Have to .20
.Work with People I Don't Like,'" Forbes , October 18, 1993, 40

122. 21. التقرير السنوي لشركة بيركشاير هاثاواي لعام ١٩٩٢، ١٦.

123

شكر وتقدير

كما قلت في العديد من المناسبات من قبل، فإن نجاح هذا الكتاب هو خير شاهد على شخصية " وارن بافيت"؛ فقد جذب حس الدعاية لديه، ونزاهته، وروحه

الفكرية ملايين من المستثمرين في جميع أنحاء العالم. إنه مزيج لا مثيل له، قد جعل " وارن بافيت" نموذجًا متفردًا ذا شعبية كبيرة في عالم الاستثمار اليوم،

وأعظم مستثمر في التاريخ.

بادئ ذي بدء، أود أن أتوجه بالشكر إلى " وارن بافيت" لتعاليمه ولسماحه لي باستخدام كتبه المحفوظة بموجب حقوق الطبع والنشر. ومن المستحيل أن نعبر

بصورة أفضل مما قاله السيد بافيت بالفعل. إن قراء هذا الكتاب محظوظون؛ لأنهم قادرون على قراءة كلماته بدلًا من أن يضطروا إلى قراءتها من مصادر أخرى

نقلًا عنه، كما أتوجه بالشكر إلى ديبى بوسانيك للطفها واستعدادها للحفاظ على تواصلها المستمر معي، على الرغم من أنني متأكد أن لديها آلاف الأشياء التي

تستدعي انتباهها.

كما أود أن أشكر تشارلي مانجر على مساهمته الفكرية في دراسة الاستثمار؛ فأفكاره التي قدمها مثل "علم نفس سوء التقدير" و"شبكة من النماذج العقلية" هي

أفكار مهمة للغاية، ولا بد للجميع أن يفحصها ويتدارسها، كما أتوجه كذلك بالشكر والتقدير لتشارلي لمحادثاته الفكرية العميقة وكلماته الرقيقة الداعمة.

كما أتوجه بخالص الشكر والامتنان إلى كارول لوميس، التي بدأت عملها باحثة مشاركة في مجلة فورتشن قبل عامين من تأسيس بافيت أولى شركاتها. وهي اليوم

تعمل محررة حرة مساهمة في مجلة فورتشن، ومؤلفة الكتب الأكثر مبيعًا وفقًا لجريدة نيويورك تايمز، وأحد أعظم الصحفيين الأمريكيين. وكما يعرف

معظمكم، إنها كانت تحرر التقارير السنوية لشركة بيركشاير هاثاواي منذ عام ١٩٧٧. إن كلمات التشجيع التي قالتها لي كارول في السابق يعجز لساني عن التعبير

عما تعنيه لي.

كما أتوجه بشكري الخاص إلى أندي كيلباتريك، مؤلف كتاب

Of Permanent Value : The Story of Warren

Buffett . فأني حقيقة نسيته، أو أصابتنى

الحيرة بخصوص حدث معين، كنت أتجه إلى كتاب أندي وأتصفح. وإذا كنت لا أزال أحتاج إلى المساعدة، كنت أتصل على الفور به، فيمدني بالمعلومات التي كنت

أبحث عنها. إن أندي هو رجل لطيف، وإنني أعتبره المؤرخ الرسمي لبيركشاير هاثاواي.

عندما تكون عضوًا في منظومة شركة بيركشاير هاثاواي طيلة ٣٠ عامًا، تكون قد نلت شرف خوض آلاف المحادثات، وقراءة آلاف الخطابات، ورسائل البريد

الإلكتروني. ولا أتذكر ولو مرة واحدة سماعي حوارًا أو قراءتي رسالة تحمل نبرة استهجان، وهو الأمر الذي يفصح بالكثير عن إخلاص العاملين بشركة بيركشاير.

وبموجب كل ما سبق أود أن أتوجه بالشكر لكل من تشاك أكري، وجاك بوجل، وديفيد برافرمان، وجيمي كلارك، وبوب كولمان، ولاري كانيجهام، وكريس

دافيس، وبات دورسي، وتشارلز إليس، وهنري إيمرسون، وكين فيشر، وفيل فيشر، وبوب جولدفارب، وبيرتون جراي، ومايسون هوكينز، وأجيت جين، وجوان

لام تينانت، وفرجينيا ليث، وجون لويد، بول لاونتيس، وجانيت لو، وبيرت لينش، ومايكل موبوسين، وروبرت مايلز، وبيل ميلر، وإريكا بيترسون، ولاري

بيدجيون، وليزا رابوانو، ولورا ريتنهاوس، وجون روتشيلد، وبيل روين، وتوم روسو، وأليس شرودر، ولو سيمبسون، وإيد ثورب، ووالي وايتز، وديفيد وينترز.

كما أدين بالشكر والتقدير لصديقي العزيز تشارلز إي. هالدمان الابن، الذي ساعدني كثيرًا، حيث كان تشارلز بجانبني منذ البداية. وإنني لأتذكر ذلك اليوم الذي

سألته فيه ما إذا كان بإمكانني أن أحصل على درجة الماجستير في إدارة الأعمال أم أكتب كتابًا عن وارن بافيت، فنصحتني قائلاً: "اكتب الكتاب!" ولقد كانت نصيحة

قيمة منه. لقد قرأ تشارلز النسخة الخطية الأصلية من الكتاب، واقترح عليّ بعض الاقتراحات التي حسّنت من مستوى هذا الكتاب كثيرًا، شكرًا لك يا تشارلز.

كما أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى دار نشر جون وايلي وأبنائه ليس على نشرها هذا الكتاب فحسب، بل على دعمها الثابت وتفانيها الدؤوب من أجل هذا

الكتاب خلال السنوات العشرين الماضية، فكل من يعمل في دار نشر وايلي هو شخص محترف حقًا. وسأبدأ بتوجيهه شكري إلى مايلز طومسون الذي جازف ووافق

على أن يعمل في كتاب شخص يؤلف للمرة الأولى، كما أود أن أتوجه بالشكر إلى جينيفر بينكوت، وماري دانيلو، وجوان أونيل، وبامبلا فان جيسن، كما أتوجه

بالشكر كذلك للفريق الحالي: كيفين كامينز، وجودي هاورث.

وأنا أدين بالشكر مرة أخرى ودائمًا إلى وكالة أعمال لوري هاربر في وكالة سيباستيان ليتيراري. فلوري ووكالة أعمال مثالية، إنها تتمتع بالذكاء والإخلاص والمرح،

كما أنها تعمل دائماً متحلية بأعلى قدر من النزاهة. والأهم من ذلك أنها على أتم الاستعداد لبذل مزيد من الجهد لضمان أن يتمتع عملنا معاً بقدر كبير من الجودة. وبعبارة موجزة، إن لوري امرأة مميزة.

ومنذ عشرين عاماً، أرسل مايلز طومسون مسودة النسخة الأولى من كتابي هذا إلى ماجي ستاكي، وطلب منها أن تضيف عليه بعضاً من مهاراتها؛ لكي تساعد هذا

الكاتب المبتدئ. ومنذ ذلك الحين كتبت أنا وماجي تسعة كتب معاً، وكثيراً ما كنت أتساءل ما الذي كان سيحدث إذا لم توافق على أن تشاركني كتاباتي. وعلى

الرغم من أن كلاً منا يعيش في قارة منفصلة، فإنني أندesh دائماً من قدرتها على فهم المادة العلمية بشكل وثيق. لقد كانت تعمل دون كلل أو ملل من فصل

لآخر، وتبحث بشكل دائم عن أفضل طريقة لصياغة المادة العلمية، والتعبير عنها بأبسط الطرق. إن ماجي ستاكي هي الأفضل في هذا المجال.

ويعلم أي شخص عكف على تأليف كتاب في يوم من الأيام أن هذا الأمر يعني قضاء ساعات لا حصر لها منفرداً بنفسك، وقد كان بإمكانك أن تقضيها مع أفراد

عائلتك. إن تأليف كتاب يتطلب بعض التضحية من الكاتب، ولكنني أؤكد لكم أنه يتطلب قدرًا أكبر كثيرًا من التضحية من عائلته كذلك. إنني أعشق أبنائي كثيرًا،

وسأظل أدين بالشكر لزوجتي ماجي التي لم تتوانَ قط في تقديم دعمها لي ولأسرتنا؛ فمنذ أول يوم أخبرتها فيه بأنني مقبل على تأليف كتاب، ابتسمت لي،

وأقنعتني بأن بإمكانني القيام بذلك. لقد حول تشجيعها الدائم لي كل مستحيل إلى ممكن، ومع أن عائلتي قد تذيلت قائمة من وجهت لهم الشكر، فإنهم هم من

يتصدرون قائمة قلبي.

ربما تدين بالشكر أنت كذلك لهؤلاء الأشخاص الذين ذكرتهم وخصصتهم بالشكر والتقدير

لكل المعلومات الجيدة والصحيحة التي ستقابلها في هذا الكتاب، وإنني

لأتحمل المسؤولية الشخصية عن أي خطأ أو سهو، ولا يتقاسم معي هذه المسؤولية أي أحد.

أ.ر.جي.إتش

نبذة عن الموقع الإلكتروني
للمزيد من المعلومات عن كيفية تطبيق أساليب " وارن بافيت " في السوق اليوم، قم بزيارة الموقع الإلكتروني www.thewarrenbuffetway.com ، حيث

يشتمل هذا الموقع على:

- أداة تفاعلية يمكن استخدامها لتقييم أي سهم.
 - قائمة كاملة ومحدثة لحيازات أسهم شركة بيركشاير هاثاواي.
 - أخبار عن " وارن بافيت " ومنتدى مناقشة.
 - السيرة الذاتية لـ " وارن بافيت "، وملخص لعملياته الاستثمارية وأقواله الأكثر شهرة.
 - الأعمال الأخرى عن " وارن بافيت " بما في ذلك شرائط الفيديو والكتب المتعلقة بها.
- ويعتبر هذا الموقع امتداداً قيماً للكتاب، حيث يزودك بالأدوات والمعلومات والتعليقات التي تحتاج إليها لتسير وفقاً لطريقة " وارن بافيت " في استثماراتك.

نبذة عن المؤلف

روبرت هاجستروم هو واحد من أشهر مؤلفي الكتب في مجال الاستثمار لعموم القراء؛ فقد كتب تسعة كتب، من بينها كتب حققت أفضل مبيعات وفقاً لجريدة

نيويورك تايمز، مثل

The Warren Buffet Portfolio : Mastering The Power Of Focus Investment

Strategy

. وهو أيضًا مؤلف كتاب The

NASCAR Way: The Business That Drives The

sport و

The Detective and The Investor: Uncovering Investment Techniques

From The Legendary

Sleuths

وكتاب Investing: The Last Liberal Art .

وقد حصل روبرت على درجتي البكالوريوس والماجستير من جامعة فيلانوف، وهو

محلل مالي معتمد، ويعيش مع عائلته في مدينة فيلانوف بولاية بنسلفانيا. ولمزيد من

المعلومات عن الكاتب، قم بزيارة موقعه الإلكتروني على: <http://RobertHagstrom.com>

الغلاف الخلفي

إشادات بهذا الكتاب



"لم يصف أحد من قبل أساليب بافيت أفضل من هاجستروم".

- تايم

"المشاركة الصاعدة الأهم... إذا كنت تعتقد بأنه تعرف كل شيء عن وارن بافيت، أصامك المزيد لتعلمه من هذا الكتاب".

- فوربس

"أي شخص يرغب في معرفة العلاقة بين سلوكه الاقتصادي، وأداء الشركات، وتقنيات البورصة سيجد ما يثير اهتمامه في هذا الكتاب".

- ذا إنكويست

"هذا الكتاب ملزم للقارئ العادي، حيث يبسط السيد هاجستروم تقنيات البرويرر لتصبح مبادئ قابلة للفهم بسهولة... ويعبر الكتاب عن الأرباح التي يمكن أن تتكرر".

- دالاس مورنيج شوز

"شكراً لك روبرت هاجستروم على التفكير العبقري، وأسلوب الكتابة الواضح، والاستراتيجيات المبسطة التي تساعدنا جميعاً على تحقيق المزيد من النجاح في إحدى مهام الحياة الأكثر إثارة للاهتمام وترهيباً: استثمار نفوسنا".

- مؤلفة الكتاب الأكثر مبيعا، "Warren Buffett Speaks"

"من خلال توسيع منهج بافيت في سياق أشمل، لا يحصل روبرت هاجستروم على الأفكار الرئيسية لعلاقة الاستثمار في القرن الحادي بداية من بين جرائم وحتى قبل فيشر، ولكنه يشرح بروعة الأسس النظرية لأولهم، بما في ذلك نظرية الامتثال وعلم النفس هذا ليس مجرد كتاب عن الاستثمار، وإنما مكتبة كاملة عنه".

- كريست دايفس، مدير الاستثمارات في شركة دايفس آديسوز

"يوضح روبرت هاجستروم كيف يمكن أن يساعد "أعظم مستثمر في العالم" على إرشادنا".

- كاي بوت، المدير الإداري

في شركة كابيلو والتريلايد وشركائه المحبودة

"شعبية هذا الكتاب هي شهادة على دقة تحليله وقيمة النصائح التي يقدمها".

- بيل ميلر، رئيس مجلس إدارة ومدير الاستثمار في شركة مير هاليو بارتيز للحبودة

"أول كتاب شامل يلور حول تطبيق إستراتيجيات استثمار بافيت في النظام الاقتصادي الحديث".

- هورشن

"إن قراءة هذا الكتاب، تمنى أن أكون قادراً على تقديم نسخة شخصية عن جزء مهم في تاريخ الاستثمار، وبعض الأفكار حول طريقة الاستخدام الأمثل لهذا الكتاب الرائع، إن أؤل الكثير عن السيد بافيت، موضوع هذا الكتاب، حيث تفشل هاجستروم بالقيام بهذا الدور على الوجه الأكمل والأقوى".

- كينيث فيشر من للخدمة

"يبقى هذا الكتاب الضوء على الحياة المهنية لشخصية وارن بافيت، ويقدم أمثلة على طريقة تطور تقنيات استثماره وأساليبه، والأشخاص المهمين في هذه العملية. كما يفسل قرارات الاستثمار الأساسية التي أدت إل سجل أدائه غير المتسوق".

- بيتر إس. ليش، صاحب كتب حقاقت أعلى المبيعات، مثل كتاب "One Up on Wall Street"، وكتاب "Beating the Street"

"شرح مفيد للغاية لمنهج الاستثمار التي يتبناها الأشخاص الذين سيمسحون من عظماء للمستثمرين".

- ذا وول ستريت جورنال

"يقدم روبرت هاجستروم فحصاً متعمقاً لاستراتيجيات وارن بافيت، و"الكيفية والسبب" وراء اختياره الاستثمارات الكبيرة التي ساهمت في سجل نجاحاته الحافل. حكمته وفلسفته "الشخصية" يتعلمها هذا الكتاب الشامل والنشر للاهتمام وسهل القراءة".

- جون إس. بوجل، مؤسس والمدير التنفيذي السابق في ذا فاندارد جروب

"هذا كتاب من الدرجة الأولى، يحظى بافيت بانتباه كبير على ما يدرسه، ولكن لم يصف أحد أساليبه أفضل من هاجستروم. هذه هي المعلومات السرية عن كل أسهم مهمة اشتراها طوال حياته، وسبب طرائه. مذهل. يمكنك تجربة هذا في المنزل".

- جون روثشيلد، صاحب كتب حقاقت أفضل المبيعات، كتاب "The Bear Bank"، وكتاب "The Davis Dynasty"

متوافر أيضا دورة مصورة عن منهج وارن بافيت، يقدمها روبرت هاجستروم، وهي تعيد بشكل واقعي إحياء أفكار بافيت من وجهة النظر العملية والشخصية.



جدول المحتويات

مكتبة الكندل العربية

همسة للقارئ/القارئة

الغلاف الامامي

الاغلفة الداخلية

تصدير: الاستثناء

تصدير الطبعة الثانية

تصدير الطبعة الأولى

مقدمة

الفصل الأول حالة نادرة : أعظم مستثمر في العالم

التاريخ الشخصي وبدايات الاستثمار

شركة بافيت بارتنزيب المحدودة

بيركشاير هاثاواي

العمل في مجال التأمين

الرجل وشركته

حالة نادرة

الفصل الثاني: تعليم وارن بافيت

فيليب فيشر

تشارلي مانجر

التمازج بين التأثيرات الفكرية

الفصل الثالث شراء شركة: المبادئ الاثنا عشر التي لا تتغير

مبادئ الشركة

مبادئ الإدارة

المبادئ المالية

مبادئ السوق

تحليل سعر السهم طويل الأجل

الفصل الرابع شراء الأسهم العادية: تسع دراسات حالة

شركة واشنطن بوست

شركة جيكو

دمج كابيتال سيتي مع إيه بي سي

شركة كوكاكولا

جنرال دايناميكس

ويلز فارجو أند كومباني

شركة أمريكان إكسبريس

شركة آي بي إم

شركة إتش. جي. هاينز

قاسم مشترك

الفصل الخامس إدارة المحفظة المالية: رياضيات الاستثمار

رياضيات الاستثمار الانتقائي

مفهوم المستثمرين الانتقائيين في نظر جراهام ودود

الفصل السادس: علم نفس الاستثمار

نقطة التقاء علم النفس والاقتصاد

علم المالية السلوكي

وعلى الجانب الآخر، هناك وارن بافيت

السبب وراء أهمية علم النفس

الفصل السابع: قيمة الصبر

على المدى الطويل

العقلانية: الفارق الجوهرية

الأفكار بطيئة الحركة

النظام ١ والنظام ٢

فجوة الأدوات العقلية

الوقت والصبر

الفصل الثامن: أعظم مستثمر في العالم

شخصية بافيت الخاصة

مزايا بافيت

تعلم التفكير مثل بافيت

شق طريقك الخاص

الملاحق

الملاحظات

الفصل ١

[الفصل ٢](#)

[الفصل ٣](#)

[الفصل ٤](#)

[الفصل ٥](#)

[الفصل ٦](#)

[الفصل ٧](#)

[الفصل ٨](#)

[شكر وتقدير](#)

[نبذة عن الموقع الإلكتروني](#)

[نبذة عن المؤلف](#)

[الغلاف الخلفي](#)