

## דרכו של וורן באפט – סיכום

### חלק-1 הנחיות להשקעה

עקרונות עסקיים:

1. האם העסק פשוט ומובן?
2. האם יש לעסק הסטוריה תפעולית עקבית?
3. האם יש לעסק סיכויים טובים בטווח הארוך?

עקרונות ניהוליים:

1. האם ההנהלה רציונלית?
2. האם ההנהלה גלויית לב כלפי בעלי המניות שלה?
3. האם ההנהלה מנגדת לקוד ההתנהגותי?

עקרונות פיננסיים:

1. מהי התשואה על ההון?
2. מהן "הכנסות הבעלים" של החברה?
3. מהם שולי הרווח?
4. האם החברה יצרה שווי של דולר אחד לפחות מול כל דולר לא מיועד?

עקרונות ערך:

1. מהו שווי החברה?
2. האם אפשר לרכוש אותה בהנחה גדולה יחסית לערכה?

### הפן העסקי 81

1. עסק פשוט ומובן (במעגל ההשכלה האישי)
2. סיכויים טובים לטווח הארוך (יתרון תחרותי בר-קיימא)
  - מוצרים דרושים או רצויים
  - שאין להם תחליף קרוב (לא מוצרים בסיסיים)
  - אינם נמצאים בפיקוח
3. מוניטין כלכלי גדול – עמודה בתקלות ובטלטלות אינפלציה

**תעלת המגן:**  
יציבות היתרון  
התחרותי

### עקרונות ניהוליים

- א. האם ההנהלה רציונלית?
- ב. האם ההנהלה גלויית לב כלפי בעלי המניות?
- ג. האם ההנהלה מתנגדת לקוד ההתנהגותי? (אומץ ויצירתיות לעומת המתחרים)

א. רציונליות:

- הקצאת ההון – כמה מושקע חזרה וכמה מחולק?  
לא כדאי להשקיע חזרה אם התשואה נמוכה מעלות ההון.  
אם יש מזומן שלא ניתן להשקיעו חזרה בתשואה כדאים ניתן:
1. להשקיע בתשואה נמוכה – יוצר תשואה נמוכה עם הרבה מזומן ומזמין השתלטות
  2. לרכוש צמיחה (לרכוש חברה אחרת)
  3. להחזיר לבעלי המניות:
    - דיבידנד
    - לרכוש חזרה מניות

ב. גילוי לב:

- דיווח לבעלי המניות יותר מידע מהמינימום הנדרש שיאפשר להבין את הפעילות בחלקי העסק השונים ואת הניהול.
1. כמה בערך החברה שווה?

2. מה הסבירות שתוכל לעמוד בעתיד בהתחייבויותיה
  3. מה טיב העבודה שמנהלי החברה עושים, בהתחשב במה שקיבלו לידם.
- \* יש לצפות מהמנהלים שיודו בטעויותיהם בפומבי – כך יש סיכוי טוב יותר שיתקנו אותן.

ג. הקוד ההתנהגותי/ חשיבה עצמאית <sup>102</sup>

**התנהגות למינגית:** חיקוי מנהלים  
אחרים בתחום המובילה להתאבדות

מדוע לא מודים בשגיאות?  
מדוע לא מקצים הון נכון?  
תוצאות הקוד ההתנהגותי:

1. התנגדות לשינוי
  2. המיזמים והרכישות יותאמו אוטומטית כדי לספוג מזומנים פנויים
  3. חברות דומות מחכות מדיניות אחת של השנייה
- \* לעתים קשה לשנות כיוון לדרך של הפסדים בטווח הקצר כאשר כל הלמינגים האחרים מציגים רווחים אך למעשה בדרך אל הים.
- למנהלים רבים אין ידע בהקצאת הון והם מחכים את עמיתיהם. ההתנהגות הרווחת היא קניית חברות בתחומים שונים מבלי להקפיד שהשקעות אלו יעלו את התשואה
- הגורם להתנהגות הלמינגית:  
חוסר היכולת לא לפעול,  
השוואה מתמדת לפעולות המתחרים  
והקצאת הון גרועה

תחלואות נוספות של הקוד ההתנהגותי

4. משכורות עתק של מנהלים
5. מתן אופציות – התגמול צריך להינתן רק למצטיינים בהשגת יעדיהם ולא באופן גורף. צריך שהאופציות ידווחו כהוצאה.

הגנה

- שיהיו דירקטורים שלא פוחדים להביע דעה מנוגדת להנהלה
- בעלי אינטרסים דומים לאלה של בעלי המניות

הכרת ההנהלה תאפשר לקבל מידע נוסף על המידע הפיננסי שיעזור להעריך התנהגות בעתיד לפני הביטוי הפיננסי שלה. בנוסף להיות ההערכה פעילות קשה, היא מהווה אפשרות לצבירת יתרון על פני משקיעים אחרים.

כיצד להעריך את ההנהלה?

לעיין בדוחות הכספיים ולבדוק

- מה ההנהלה אמרה ומה האסטרטגיה שלה?
  - באיזו מידה התממשו התכניות לעומת התוצאות היום?
  - האם השתנתה האסטרטגיה משנים קודמות?
- השוואה לדוחות של חברות אחרות באותו ענף

נקודות אזהרה בעת קריאת הדוחות הכספיים:

- חשבונאות גרועה, אי-רישום מתן אופציות למניה כהוצאה
- הערות שוליים לא מובנות
- חשדו בחברה המתפארת בתחזית לצמיחה וגידול בהכנסות – אף אחד לא יכול לחזות את העתיד

**עקרונות פיננסיים** <sup>115</sup>

- יש להתייחס לנתונים פיננסיים לפי ממוצעים של 4-5 שנים ולא לפי שנה.

א. התמקדו בתשואה על ההון ולא ברווח למניה:  
באפט מתמקד ביחס גבוה בין ההון להכנסות ולא מתרשם מגידול קבוע הכנסות למניה כשבסיס ההון (וערך למניה) גדלים באותה המידה (ותשואה נשארת אותו הדבר).

- לשם כך יש להעריך את כל הני"ע הסחירים לפי עלותם ולא לפי שווי השוק שלהם – דבר שיכול ליצור תמונה מעוותת.
- בנוסף יש לנכות הוצאות ורווחים חד פעמיים מסעיף ההכנסות.
- מינוף: מינוף רב מגדיל את הסיכון בעתות משבר וניתן להגיע לתוצאות גם בלעדיו.

ב. חשבו את "ההכנסה לבעל המניות" כדי לקבל מושג אמיתי לגבי הערך. 118

1. בחברות עתירות נכסים:

- יש להתייחס להכנסות המדווחות רק אם הן שוות לתזרים המזומנים, אחרת כנראה שנעשו **התאמות שונות בהשפעת הנכסים**.

- בנוסף יש לקחת בחשבון את השפעת האינפלציה על הנכסים.

2. תזרים מזומנים: הכנסה נקייה אחרי מס בתוספת פחת, דלדול, בלאי והוצאות נוספות שאינן מבוטאות במזומנים. אסור להתחשב בתזרים אם לא מפחיתים ממנו הוצאות הוניות. משחק בהוצאות הוניות (דחיית השקעה בציוד, תחזוקה וכו'...) הוא פתח לעיוות ערך העסק בטווח הקצר. במקום זה כדאי להשתמש במדד:

"ההכנסות של בעלי המניות" = הכנסה נקייה של החברה בתוספת פחת, דלדול, בלאי פחות הוצאה ההונית וכל הון חוזר נוסף שעשוי להידרש.

ג. חפשו חברות שיש להן שולי רווח גדולים ומדיניות תמידית של קיצוץ בהוצאות: 120

הוצאות הנהלה נמוכות וצמצום כל אדם ומחלקות מיותרות.

שולי רווח נמוכים = 10%

שולי רווח גבוהים = 25% (לפני מס)

ד. האם החברה יצרה לפחות דולר אחד של ערך בשוק על כל דולר שלא חילקה:

זהו מבחן אם מנהלי החברה השקיעו את הרווחים בצורה טובה – שווי המניה בשוק ישקף את הצלחת המנהלים בהשגת תשואות ולא רק את השווי של נכסי החברה.

- סופרים כמה הרוויחה החברה בתקופה מסוימת, מפחיתים דיבידנדים, ובודקים את היחס לשינוי בשווי השוק.

## עקרונות ערך 125

המחיר הוא מה שאתה משלם, הערך הוא מה שאתה מקבל. אם המחיר נמוך מהערך כדאי לקנות. < השקעה: 1. קביעת הערך 2. קנייה במחיר נמוך מהערך.

- כדי לחשב כמה העסק שווה באפט משתמש בשיטת הדיבידנד המהוון של ג'ון

בר ויליאמס המתוארת בספר The theory of investment value

כלומר, כל תזרים המזומנים הנקי (מתואם להוצאה הונית) הצפוי להתממש

לאורך חייו של העסק, מהוון (בדומה לקביעת מחיר איגרת חוב). הצפי לעתיד

ומידת הביטחון מוערכים לפי 1. מאפייני העסק 2. יציבות פיננסית ו- 3.

איכות הניהול.

- בנוסף יש לבחור רק עסקים שניתן לצפות את התזרים העתידי שלהם בוודאות

- (כמו אג"ח). לכן באפט בוחר בעסקים עם תשרים עקבי בעבר ושהוא יכול להבין את עסקיהם.
- ♦ **שער הניכיון (discount rate):** יש להשתמש בריבית שנשבת סרת סיכון. באפט משתמש בריבית של אג"ח ארה"ב לטווח ארוך. כשהריביות נמוכות באפט מחשב לפי ריבית גבוהה יותר בכמה אחוזים כדי להתאים לריבית בטווח הארוך ולהוסיף שולי ביטחון.
- באפט אינו מוסיף פרמיית סיכון לשער הניכיון, במקום זאת הוא מקפיד על שאיפה לוודאות בהערכת ההכנסות ועל רכישה במחיר זול.

דוגמה: חישוב הערך של קוקה קולה: 130

1988 – רווח לבעלי המניות: 828M

ריבית של אג"ח ארה"ב ארוכת טווח – 9%

היוון תזרים מזומנים אינסופי  $9.2bn = 828 / 0.9$

ערך השוק היה 14.8bn – גבוה ב 60%

- אם החברה יכולה להגדיל את רווחי בעלי המניות ללא הון נוסף יש להוסיף לערך החברה את הגידול העתידי ברווחים.
- משתמשים במודל היוון דו-שלבי: מעריכים לדוגמה שבעשר השנים הקרובות תהיה צמיחה שנתי של 15% ולאחר מכן של 5%
- שלב 1: מחשבים 10 שנים קדימה רווחים כל שנה לפי גידול של 15% בשנה ומהוונים להיום לפי 9% (ריבית נטולת סיכון)
- שלב 2: לוקחים את הרווחים מהשנה העשירית ומהוונים את התזרים מהשנה העשירית לנצח לפי  $4\% = 5\% - 9\%$  << כך מקבלים את ערך החברה בעוד 10 שנים. ערך זה מהוונים חזרה להיום לפי 9%.
- לפי חשבון זה החברה שווה היום 48bn

- ♦ בעת בחינת הכדאיות יש לשאוף לקנות במחיר שוק נמוך – כמרווח ביטחון בפני ירידת ערך
- ♦ כדאי לשאוף לחברות עם צמיחה קבועה גדולה דבר שיגדיל את רווחיות ההשקעה באופן משמעותי בעתיד

## חיבור העקרונות לשם מציאת השקעה כדאית 140

1. השקעת זמן ומאמץ באיתור החברה:
2. עקרונות עסקיים: חברות הניתנות לחיזוי
  - הסטוריה תפעולית עקבית וסיכוי טוב בעתיד
  - חברה עם מוצר ליבה אחד ושווקי ליבה קבועים
  - עסקים שאנו מבינים יאפשרו לנו לפרש השלכותיהן של התפתחויות בעתיד
3. עקרונות ניהוליים: מנהלים טובים הם המפתח להצלחה בעתיד
4. עקרונות ניהוליים ועסקיים ביחד < הערכת פוטנציאל הרווחים בעתיד
5. עקרונות פיננסיים: נתונים לקביעת שוויה האמיתי של החברה
6. עקרונות הערך: ינווטו אתכם דרך החישובים המתימטיים כדי למצוא את התשובה לשאלה: האם זו רכישה טובה, על-יסוד כל מה שביררתם.

## תוספת לחלק-1

### **השקעה בניירות-ערך נושאי תשואה קבועה (מזומנים, אג"ח, מניות בכורה)**

143

חיפוש הזדמנויות הנמכרות מתחת לשווי הנותנות את הרווחים הגבוהים ביותר אחרי מס.

אותו דבר כמו במניות רגילות- אג"ח כעסק:

שולי ביטחון, מחויבות, ומחיר נמוך.

הנהלה חזקה והגונה, הקצאת הון נכונה ופוטנציאל לרווח.

היום (2006) ני"ע נושאי הכנסה קבועה מהווים 30% מהתיק של Berkshire. השיקול ברכישת ני"ע אלה הוא בחירה באפיק הנותן את התשואה הטובה ביותר: לעיתים אין חברות שהשקעה בהן כדאי ואז אפשר לפנות לני"ע עם הכנסה קבועה.

באפט נמנע מהשקעה באג"ח (אג"ח = ני"ע עם הכנסה קבועה - בקיצור) כשיש סיכוי לאימציה דוהרת: אז אג"ח מאבד מערכו הרבה יותר ממניות רגילות.

אג"ח, יכולת החזר:

- חברה שיש לה תזרים מזומנים מספק כדי לשלם את חובותיה
- אג"ח שמבוטח ע"י נכסי החברה (כמו משכנתא)
- באפט מוכן לקחת סיכון רק כשהוא יודע להעריך את ההפסד האפשרי וגשהוא יודע שבטוח ירוויח יותר מכך.
- דוגמה לקניית אג"ח: חברת WPPS לא יכלה לפרוע אג"חים שהונפקו ע"י חלק אחד של החברה ולכן הערכו כן האג"חים של החברה בחסר - הזדמנות שבאפט ניצל.

ארביטראז'

- ארביטראז' דלי סיכון: קנייה בשוק אחד ומכירה בשוק אחר באותו זמן תוך מפערים הנובעים מחוסר יעילות של השוקים.
  - ארביטראז' עם סיכון: קנייה בהנחה לעומת מחיר עתידי המבוסס על מיזוג, פירוק, רכישה או ארגון מחדש.
- השאלות שצריך לשאול:

1. מה הסיכוי שהאירוע יתרחש?
2. כמה זמן יהיה הכסף מרותק?
3. מה הסיכוי שמהו טוב יותר יתרחש? (השתלטות מתחרה)
4. מה יקרה אם האירוע לא יתרחש? (הגבלים עיסקיים, כשל במימון, וכו'...)

מניות בכורה המירות

אלו מניות שנושאות הכנסה שוטפת יותר ממניות רגילות. הן עולות כשהמניות הרגילות עולות והמינימום שלהן הוא כמו מחיר אג"ח עם תשואה, אשראי ומועד פרעון דומים.

קרה שבאפט קנה מניות בכורה המירות בלי יכולת לחזות בביטחון את תזרים המזומן ים העתידי של החברה. הוא קנה מניות בכורה אלה בגלל מאפייני ההכנסה הקבועה שלהן.

## חלק-2 ניהול תיק ההשקעות

### **ניהול תיק ההשקעות – השקעה ממוקדת**

וורן באפט משקיע במעט חברות ומתעניין רק בשינויים ארוכי טווח (שנים) ולכן יכול לנהל את עסקיו ברוגע ובשיקול דעת.

#### **שלוש דרכים לניהול תיק ההשקעות:**

1. ניהול פעיל: קנייה ומכירה של ניירות בתדירות גבוהה כדי להתיג תשואות גבוהות מהשוק בכל רגע נתון.  
הבעיה - לרוב נכשלים בניצוח השוק.
2. השקעה צמודת מדד: קניית תיק מגוון ואחזקה בו כמטרה לשקף מדד מסויים (לדוגמה: רכישת קרן נאמנות מדדית).  
הבעיה - במקרה הטוב נותנת את תשואה השוק בלבד.
3. השקעה ממוקדת: בחירת מעט מניות שלדעתנו ייתנו תשואה טובה מהשוק והצמדות אליהן למרות טלטלות השוק.

#### **"למצוא חברות מצויינות"**

מאחר שבוספו של דבר מחיר השוק ישקף את הערך הפינמי של העסק באפט משקיע את רוב הזמן בניתוח בצד הכלכלי של העסק ולהערכת ההנהלה במקום לעקוב אחרי מחיר המניה.  
חיפוש חברות עם הסטורי ממושכת והנהלה יציבה – סיכוי טוב שיהיה טוב גם בעתיד.

#### **כללי הזהב למשקיע ממוקד**

- \* רכזו את השקעותיכם בחברות מצויינות המנוהלות בידי הנהלה חזקה.
1. הגבילו את עצמכם למספר חברות שאתם יכולים להבין באמת.  
10-20 זה טוב, יותר מ-20 חברות אתם מחפשים צרות.
  2. בחרו את החברות הטובות ביותר מבין החברות הטובות שלכם והשקיעו בהן את מרב כספכם.
  3. חשבו לטווח ארוך, 10-5 שנים לפחות.  
• תנודות מתרחשות. המשיכו הלאה.

#### 1. "פחות זה יותר"

"אם אתם מסוגלים להבין את הצד הכלכלי של העסק ולמצוא 10-5 חברות עם מחיר הגיוני ויתרונות תחרותיים לטווח הארוך אין מבחינתכם שום הגיון בהגוונה קונבנציונלית"  
• הגוונה קונבנציונלית מגדילה את הסיכוי להשקעה בחברה שאנו לא מבינים.  
• השקעה ממוקדת נותנת הגוונה של 85%.

2. באפט: "בכל השקעה שתעשו צריך שיהיה לכם האומץ והשכנוע להשקיע במניות אלה לפחות 10% מהשווי הנקי שלכם."

#### 3. סבלנות<sup>162</sup>

השקעה ממוקדת מחייבת להחזיק בהשקעה תקופה ארוכה, 10-5 שנים. כלומר תחלופה שנתית של 10-20% כדי למצוא הזדמנויות טובות יותר. לשם כך דרוש ריסון עצמי כדי לא להיבהל ולא לפעול בפזיזות כתגובה לגחמות השוק.

## באפט ותאוריית תיק ההשקעות המודרנית

- כימות היחס בין סיכון ותשואה (חלק מתאוריית ההשקעות המודרנית):  
Covariance, (שונות משותפת) = (המתאם בין המשתנים)\* (סטיית התקן של כ"א מהם)
- תאוריית השוק היעיל: השוק משקף בכל רגע את כל המידע הזמין ולכן אין מקום לתחזיות משום שהמחירים 'מתיישרים' מהר מדי.
- ביקורתו של באפט לגבי הסיכון: מבחינת באפט אפשרות של ירידה במחיר המניות אינו מהווה סיכון. בעלי המניות הם בעלי העסק וסיכון מבחינתם הוא אפשרות של פגיעה בערכו הפנימי של העסק לא במניות.  
בנוסף, סיכויי החיזוי בטווח הארוך טובים יותר ולכן בקניה לטווח קצר יש 'סיכון' גדול יותר.
- דעתו של באפט בקשר להוונה: מאחר שאינו מוטרד מתנודתיות אין לו צורך בהגוונה שמטרתה מיתון התנודות. לדעתו בעלות על נכסים רבים מקשה על היכולת להבין אותם לעומק ואת ערכם הפנימי והיא מגדילה את הסיכון. הוא אומר שהגוונה היא כלי טוב למי שלא יודע לנצח עסקים.
- בקשר לתאוריית השוק היעיל טוען באפט שאינה מביאה בחשבון אנשים שמנתחים את המידע כמו באפט.
- באפט טוען שתאוריית ההשקעות המודרנית יכולה להשיג תשואות ממוצעות ומיועדת לאנשים שאינם מסוגלים לנתח עסק, ואילו בעזרת תיק ממוקד וניתוח ערך ניתן להשיג תשואות גבוהות מהשוק לאורך זמן.

יש לשים לב לכך שבתיק ממוקד יש סטיית תקן גדולה:

דאו ג'ונס	שותפות צ'ארלס מאנגר % שינוי	
6.4	24.3	תשואה ממוצעת
18	33	סטיית תקן
-23.1	-31.9	מינימום
44.4	73.2	מקסימום
	14	מספר שנות הביצועים
	5	מספר שנות הביצועים הכושלים
	3	מספר שנות ביצועים כושלים רצופות
	36%	שנות ב. כושלים כאחוז מכלל השנים

שוק	תיק ממוקד	
15-18	20-33	סטיית תקן
6-17	18-24	תשואה ממוצעת
שנים יורדות 1/8-1/3	1/3-1/4	שנים כושלות (תשואה קטנה מהשוק)

- למרות שמחיר המניה אינו בגדר 'סיכון' יש לעמוד על המשמר מפני שינויים כלכליים בחברות ולעתים למכור ולקנות.
- החלטה לקנות: יש להוסיף נכס לתיק רק אם הוא טוב יותר ממה שיש כבר בתיק.
- החלטה למכור: יש להחזיק במניה כל עוד לחברה ביצועים מעל הממוצע והיא מקלה את הרווחים באופן רצינוני.
- חוסכים כל עלויות קנייה ומכירה
- מגדילים כך את התשואות אחרי מס – נמנעים ממס רווח הון בזמן המכירה וממשיכים לצבור עליו תשואה.
- לכן, מומלץ על תחלופה שנתית של 0-20%. כזאת ניתן לקבל בקרן נאמנות מדדית או בתיק השקעות ממוקד.

אתגר ההשקעה הממוקדת היא בעמידה הפסיכולוגית בתנודות התיק הגדולות. 173

## הפסיכולוגיה של הכסף

היצרים, פחדו ותאוות בצע, רגשותיו של המשקיע הם בעלי השפעה מובהקת יותר על מחיר המניות מאשר נתוני היסוד של החברה. כל כוחות פסיכולוגיים מניעים את השוק כולו. ועך, שליטה רגשית חשובה כדי לעמוד בפיתויים ולבצע החלטות רגשיות ולנצל הזדמנויות שלנצרות ע"י החלטות רגשיות של משקיעים אחרים.

המזג של משקיע ממוקד הוא שלוה, סבלנות ורצינון. משקיע ממוקד מחפש לקנות במחירים סבירים בניגוד לספסר שמנסה לחזות את שינויי השוק ולהרוויח מהם.

- שלוה: צריכים לא להיתפס לבהלה גם כשהמניה שברשותך יורדת 50% - כל עוד אתה בטוח במאפייני העסק שבבעלותך. להפך, ירידת המניה צריכה להוות הזדמנות להגדלת האחזקות. (אם העסק באמת טוב בסוף ערכו ישתקף במחיר המניה)
- סבלנות: יש להמתין להזדמנות הנכונה, לומר לא עד שמגיעה הזדמנות שעונה על כל הקריטריונים.
- צריך להתייחס להשקעה כאילו יש לנו כרטיסיה לביצוע 20 השקעות בחיים.
- הגיון ורצינון ללא אופטימיזם או פסימיזם מוגזם. מנקודת מבטו של המשקיע הרצינוני כשהשוק אופטימי יש פחות הזדמנויות בשל מחירים גבוהים ובתקופה שהשוק פסימי – להפך.

נא להכיר: מר שוק 176  
השו הוא חסר הגיון ויציבות והשכם והערב משנה את הצעותיו לקנות את חלקך בעסק. צריך לדעת לנצל את מצבי הרוח האלה ולא להיסחף בהם.

## תאוריית הפיננסים ההתנהגותית 178

מנסה לענות על השאלה: "מדוע אנשים מקבלים החלטות לא רצינוניות בתחום הפיננסי?"

- עודף ביטחון עצמי: אנשים חושבים שהם יודעים יותר מאשר הם יודעים באמת. עודף ביטחון עצמי מניע רבים לקבל החלטות שגויות ומשפיע על השוק בכללותו.
- הטיה לתגובות יתר: טעות שיפוט נפוצה היא איתור מגמה מתוך מספר אירועים מקריים או מהנתון האחרון. (לדוגמה בדו"ח הרווחים האחרון עלייה ולכן גם בעתיד, למכור בירידות אע"פ שבטווח הרחוק הבורסה עולה)
- סלידה אסימטרית מהפסדים: אנשים לא מוכרים מניבה מפסידה כדי לא



להתמודד עם ההפסד ונצלים בתקווה שתעלה.

4. חשבונאות שכלית: התייחסות שונה לכסף בהתאם לנסיבות < ההפסד לא נהיה ממשי אלא אם כן יפעלו. (כשנופל עלינו כסף שהוא מציאה מסכים לקחת אתו יותר סיכונים) <sup>181</sup>

5. סובלנות לסיכונים: אנשים יותר סובלניים לסיכונים חושבים שהם שולטים בסביבה ושישיגו את יעדיהם באמצעות מידע והחלטות רציונליות.

טעויות אלו מתעצמות ע"י סחף ההמון. כדאי להבין את הפסיכולוגיה כדי להימנע מטעויות שלנו וכדי להפיק רווחים מטעויות של אחרים.

### האדם הבלתי סביר

ההבדל בין באפט למשקיעים אחרים הוא שבאפט רואה לנגד עיניו עסק ואילו משקיעים אחרים רואים מחיר למניה. משקיעים אחרים מודדים הצלחה לפי שינוי במחיר המניה הטווח הקצר, שינויים אלה לרוב אינם הגיוניים ולא משקפים את ערך העסק. גישה זו נכפית על מנהלי תיקים שנדרשים לדווח על רווחים בתיק מדי רבעון.

במקום את מחירי המניות בודק באפט פעם בשנה: <sup>187</sup>

1. תשואה (לבדוק) מתחילת ההחזקה של הון החברה ע"י בעל המניות
2. השינוי במרווחי התפעול, בחובות ובצרכי הוצאה הונית
3. יכולת החברה להפיק מזומנים

### השקעה לפי דרכו של באפט

מצבים שיוצרים הזדמנויות:

- כשכוחות השוק דוחפים מחיר של עסק למטה
- כשסיכון מסוים מעניש זמנית את העסק
- כשאדישות המשקיעים מניחה לעסק טוב להיסחר במחיר נמוך

שלב 1: הפסיקו להתעניין בשוק המניות  
השוק אינו מורה ואינו מחנך אלא רק עזר טכני לביצוע המסחר.

שלב 2: אל תוטרדו ממצב הכלכלה (צמיחה, מיתון, שערי ריבית ואינפלציה) <sup>189</sup>  
יש משקיעים שיוצאים מתוך הנחה כלכלית לגבי העתיד ומחפשים חברות שמתאימות להנחה. באפט טוען שלא ניתן לחזות את הכלכלה כפי שלא ניתן לחזות את השוק. בנוסף, טוען באפט, יהיה צורך בעדכון רציף של התיק בהתאם לתנאי הכלכלה המשתנים. צריך לרכוש בעלות בעסק שיכול להרוויח בכל כלכלה.

שלב 3: קנו עסק ולא מניות  
קל להעריך את ערך העסק אך קשה להעריך את תזרים המזומנים העתידי שלו. לכן באפט ניצמד לעסקים פשוטים ויציבים ומקפיד על שולי ביטחון גדולים.

שלב 4: נהלו תיק של עסקים  
תיק ממוקד בעסקים טובים ולא מגוון בהרבה חברות.

ההחלטה החשובה ביותר שעל מנהל לקבל היא כיצד להקצות את רווחי החברה. הצלחתו של באפט היא תוצאה של יכולתו לאתר מנהלים שמקבלים החלטות רציונליות.

ידע נידרש: חשבונאות, the intelligent investor, להתעניין בתהליך, לקרוא את בנג'מין גרהם ופיל פישר, לקרוא דוחות כספיים ומסחריים, אין צורך במשוואות עם אותיות יוניות. יש למצוא הרמוניה בין האישיות, עצמך, לבין העיסוק בהשקעה.

במוקד החלטת ההשקעה ניצבת הדרישה להבין את המודל העסקי: 201

- מיהם הגורמים יוצרי הערך?
  - כיצד החברה מפיקה מזומנים?
  - מה התשואה של החברה על ההון?
- אם היא תשיג תשואה העולה על עלות ההון – היא תיצור ערך.

ניתוח זה מביא להערכת ערך החברה ע"י היוון הכנסות עתידיות.