

الجزء الأول

عوامل بنيوية

obeikandi.com

ثانياً

عوامل التغيير: الإنترنت، الزيادة في الولادات، وأحداث أخرى

إذا كان الاقتصاد قد قام بنفسه بتبرير الزيادة في قيمة سوق الأسهم منذ عام 1982، إذًا، ما الذي تغيّر منذ عام 1982 ليحدث هذا الصعود في السوق؟ ما هي العوامل المستعجلة التي أثارت هذه الموجة الاستثنائية؟ وما الذي حدث على وجه التحديد منذ تموز 1997، عندما تجاوز معدل السعر - العائدات مرتفعاً عن رقمه القياسي السابق، الذي سجّل في أيلول 1929، وواصل بعدها التحرك لارتفاع أعلى بحلول عام 2000؟ للإجابة عن هذه الأسئلة، لا يجوز الاكتفاء بالقول أن الأسواق عموماً عرضة للتأثر بالفقاعات اللاعقلانية. فعلينا أن نحدّد ما الذي قد تغيّر حتى جعل السوق تسلك سلوكاً مختلفاً جداً عن الأوقات الأخرى.

لا تحدث معظم الأحداث التاريخية، من حروب وثورات، لأسباب بسيطة. وهكذا فعندما أخذت هذه الأحداث اتجاهات متطرّفة، تتحرّك معدلات السعر - الربح في أسواق الأسهم الحديثة عادة نتيجة تلاقي عدد من الأسباب لا

يكون ضمنها سبب واحد كبير كفاية بمفرده ليفسّر هذه الأحداث. فروما لم تبَن في يوم واحد، وهي أيضاً لم تدمر من قبل صاعقة صغيرة مفاجئة من الحظ السيئ، فسقوطها يعود لمجموعة من العوامل - بعضها كبير والآخر صغير، بعضها بعيد والآخر مباشر - تلاقت مع بعضها البعض مؤدية لهذه النتيجة. إن هذا الغموض غير مطمئن لمن يبحث منا عن دليل علمي، خاصة وأنه من الصعب جداً تحديد وفرز العوامل الضاغطة للبدء بها. ولكن هذه هي طبيعة التاريخ. لربمها يبرز التباس كهذا ضرورة البحث المضطرد عن معلومات جديدة أفضل للإحاطة على الأقل بالمحيط العام الذي أنتج هذه الأسباب.

دعونا بعد إدراكنا لهذه القيود ننظر إلى قائمة تضم من العوامل أحد عشر عاملاً - يمكن أن تساعد في تفسير الشّوق المضاربة الحالية. وهذه العوامل تشكّل غلاف الفقاعة، إذا أردت تخيل ذلك، وسوف أركّز هنا بشكل خاص على العوامل التي كان لها أثر على الشّوق وليست مؤكدة بتحليل عقلائي للعناصر الأساسية في الاقتصاد. لأن القائمة لا تأخذ بعين الاعتبار كافة الانحرافات الصغيرة في العناصر الأساسية في الاقتصاد (على سبيل المثال: النمو في العائدات، التغيرات في معدلات الفائدة الحقيقية) والتي ينبغي أن يكون لها تأثير عقلائي على الأسواق المالية. وفي أغلب الأوقات العادية أو في أسواق الأسهم الفردية، ستفرض عوامل عقلانية كهذه نسبياً نتوءات كبيرة في أية مناقشة حول التغيرات في الأسعار. وفي الواقع، يعود الفضل في ذلك لقدرة الشّوق على التجاوب بشكل مناسب مع هذه العوامل. أما بالنسبة للعديد من الاستثمارات، فإن تلك الأسواق المالية الفعّالة تعزّز أكثر من أن تعوق الكفاءة الاقتصادية. ولقد أعدت دراسة العوامل هنا خصيصاً لمساعدتنا على فهم الوضع غير الاعتيادي في سوق الأسهم، وهي تركّز على العوامل الأقل عقلانية.

وأنا أعتد في تفسير هذه العوامل الأحد عشر على وصف ردود أفعال

عامة الناس، وليس فقط لمدراء الاستثمار الخبيرين حيث يعتقد بعض المراقبون أن مديري الاستثمارات الخبيرين هم أكثر وعياً ولهذا فهم يعملون على تعويض الفجاعات اللاعقلانية للمستثمرين العامة غير المؤهلين. ولذلك فإن هؤلاء المراقبين يمكن أن يبرهنوا على أن هناك تمييزاً حاداً ينبغي أن يحدّد بين سلوك المؤهلين وغير المؤهلين. وعلى أية حال، فإن المستثمرين المحترفين ليسوا معفيين من آثار البيئة الاستثمارية العامة التي نراقبها عند المستثمرين الفرديين، وإن العديد من العوامل التي وصفت هنا تؤثر بدون شك على التفكير. وليس هناك في الواقع أي فرق واضح ما بين المستثمرين المؤسّساتيين الخبراء والأفراد المستثمرين، على الرغم من تقديم الخبراء جملة نصائح بشكل روتيني إلى المستثمرين الفرديين.

يكمّن بعض هذه العوامل في خلفية السوق، وثورة تكنولوجيا المعلومات، والاتصال بالشعور الوطني بالنصر المفترض على الاقتصاديات الأجنبية المنافسة، والتأكيد المتزايد على النجاح الاقتصادي، الخطوات السياسية المتخذة في دعم الاقتصاد، الدراسات الإحصائية للتزايد السكاني، الانحسار في التضخم وفي إصدار النقد، وزيادة المضاربة والرغبة في المخاطرة عموماً. إن العوامل الأخرى تعمل في الواجهة وتشكّل البيئة المتغيرة للاستثمار. ويشمل ذلك التغطية الإعلامية للأعمال المتزايدة بشكل كبير، التنبؤات التفاضلية بشكل انفعالي حول تحليلات السوق، الزيادة في المساحة الزراعية 401 (ك)، الزيادة الكبيرة في التمويل المشترك، وتوسّع مساحة التجارة، وعلى الرغم من تعدّد مصادرها، فإن لهذه العوامل الأحد عشر قواسم مشتركة ساهمت كلّها في تشكيل نفسية إرضاء الذات لسوق عالية التوقعات. وتلك الحالة النفسية من إرضاء الذات هي فقاعة المضاربة حتى الآن.

دخول الإنترنت في وقت النمو المتواصل للعائدات

لقد احتل الإنترنت والشبكة العالمية منازلنا خلال النصف الثاني من التسعينات، جاعلة إيانا مرتبطين إلى حد بعيد بمسيرة التغير التكنولوجي. وقد ظهرت الشبكة العالمية في الأخبار لأول مرة في تشرين الثاني 1993. ولقد أصبحت شبكة فسيفسائية في متناول عامة المتصفحين في شباط 1994. وتحدّد هذه التواريخ البداية الحقيقية للشبكة العالمية العريضة، عندما كان بإمكان القليل من الناس فقط الدخول إليها. ولم يكتشف عدد كبير من المستخدمين الشبكة حتى 1997 وما بعده، محدّدين بذلك السنوات التي ارتفع فيها فعلاً مؤشر سعر الأسهم ناسداك (والذي نقل بشكل كبير باتجاه أسهم التكنولوجيا العالية)، مضاعفاً ثلاث مرات إلى بداية عام 2000 حيث ارتفع عندها معدل السعر - العائدات إلى حد لم يسبق له مثيل.

إن تكنولوجيا الإنترنت هي شيء استثنائي بكونها مصدر للترفيه، ولا شك أنها قد تملكنا جميعاً، ففي الواقع تملك العائلة بكاملها. وفي هذا المعنى، يمكن المقارنة من حيث الأهمية ما بين الحواسيب الشخصية والتلفاز. وفي الحقيقة، إن الانطباع الذي كوّنته لمستقبل متغير هو أكثر إشراقاً من وقت إنتاج أجهزة التلفاز أو عندما دخلت الحواسيب الشخصية بيوتنا. إذ يعطي استخدام الإنترنت الناس معنى بغموض العالم. حيث بإمكانهم أن يجولوا العالم إلكترونياً ويحقّقوا مهاماً لم يكن بإمكانهم تحقيقها في السابق. وحتى أنّه بإمكانهم بناء شبكات وأن يصبحوا أنفسهم عوامل في اقتصاد العالم بطرق لا يمكن تصوّرها مسبقاً. وعلى العكس، إن مجيء التلفاز قد جعلهم متلقين سلبيين للتسلية، وكانت الحواسيب الشخصية تستخدم من قبل معظم الناس قبل الإنترنت كطابعات بشكل أساسي وأجهزة ألعاب عالية التقنية.

وبسبب الأثر الحيوي والشخصي المباشر الذي سبّبه الإنترنت، وجد الناس أنه من المقبول الافتراض أن له أهمية اقتصادية كبرى. ومن الأسهل أن

نتخيل نتائج التقدم في هذه التكنولوجيا من نتائج تطور تكنولوجيا بناء السفن مثلاً أو التطورات الجديدة في علوم المواد. ببساطة، إن معظمنا لم يسمع الكثير عن الأبحاث في هذه المجالات.

وقد ارتفع نمو عائدات الشركات الأمريكية المضاربة في عام 1994 بالقيم الحقيقية إلى 36٪ كما قيست وفق مؤشر ستاندرد أند بورز للعائدات الحقيقية، متبوعة بنمو للعائدات الحقيقية بنسبة 8٪ في عام 1995 وبنسبة 10٪ في عام 1996، وقد اعتبر ذلك تقريباً مرافق لولادة الإنترنت ولكن في الحقيقة لم يكن لذلك صلة قوية بالإنترنت. وبدلاً من أن ينسب المحللون نمو العائدات إلى متابعة الشفاء البطيء من ركود 1990 - 1991 أقرنوها بدولار ضعيف وطلب خارجي قوي على الرأسمال الأمريكي وصادرات التكنولوجيا، إضافة إلى مبادرات تخفيض التكاليف من قبل الشركات الأمريكية. فلا يمكن أن يكون الإنترنت سبب النمو في الأرباح: إن شركات الإنترنت الناشئة لم تكن تجني أرباحاً كبيرة بعد، وفي الواقع حتى الآن. ولكن ظهور النمو في الأرباح المصادف لظهور تكنولوجيا جديدة مثيرة كالإنترنت يمكنه بسهولة أن يكون انطباعاً عاماً بترابط الحدثين بشكل ما، خاصة وأن الدعاية التي ربطت هذين العاملين التوأمين قوية بشكل خاص عند الاحتفال بالألفية الجديدة - الوقت الذي دارت فيه عدة نقاشات تفاؤلية حول المستقبل.

وبالطبع، فإن الإنترنت تقدّم تكنولوجيا هام تماماً، كما هو الحال بالنسبة للتطورات الأخرى في تكنولوجيا الكمبيوتر والرجل الآلي، التي تعدّ بحدوث آثار قوية غير متوقعة على مستقبلنا. ولكن ربما سألنا ما هو الأثر الذي ستحدثه ثورة الكمبيوتر والإنترنت على قيم الشركات الحالية. إن التكنولوجيا الحديثة سوف يكون لها أثر دائم على السوق، ولكنها سترفع فعلاً قيم الشركات الموجودة، مع أن الشركات الموجودة ليست محتكرة للتكنولوجيا الحديثة؟ فهل رفع مجيء الإنترنت قيمة متوسط داو جونز الصناعي - والذي حتى الآن لا يضم أسهماً لشركات إنترنت؟

إن الفكرة التي تقول بأن الشركات الموجودة سوف تستفيد من ثورة الإنترنت ملفقة من قصص شركات Amazon.com ، E*Trade.com ، ومدعين آخرين لم يوجدوا إلا منذ سنوات قليلة، وعلاوة على ذلك فسوف تظهر شركات جديدة في المستقبل سواء في الولايات المتحدة وفي الخارج، وستنافس مع الشركات التي نستثمر فيها اليوم. وببساطة، إن أثر التكنولوجيا الحديثة على الشركات القائمة يمكن أن يتخذ أحد الطريقتين: فإما أن يرفع أو يخفض أرباحها. على أية حال، إن ما يهم بالنسبة لارتفاع السوق ليس ثورة الإنترنت التي أصبح من الصعب تبينها، وإنما الانطباع العام الذي تكونه هذه الثورة. حيث يتأثر رد الفعل العام متأثر بالتصديق الحدسي لمعارف الإنترنت، وهو بالتالي متأثر بالسهولة التي ترد فيها الأمثلة والحجج إلى الذهن. فإذا كنا نقضي وقتاً بتصفح الإنترنت بانتظام، فعندها سوف تتبادر هذه الأمثلة إلى أذهاننا بسهولة بالغة.

النصر وتراجع الاقتصاديات الأجنبية المنافسة

منذ نهاية الحرب الباردة بدت معظم البلدان الأخرى تقلد النظام الاقتصادي الغربي. فقد كانت جمهورية الصين الشعبية تطوق قوى السوق خلال الفترة التي أنهار فيها الاتحاد السوفيتي وانقسم إلى دول صغيرة ذات اقتصاديات سوق. وهكذا يبدو العالم يتمحور الآن حول أسلوبنا، ولذلك بدأ يبدو من الطبيعي أن الثقة في عالم النظام الرأسمالي الأول قد تترجم إلى ثقة في السوق، وأن سوق الأسهم الأمريكية ينبغي أن تكون الأعلى قيمة في العالم، ولكن هذه الأحداث السياسية كشفت تدريجياً منذ أن بدأ الارتفاع الكبير في السوق في 1982 مشاكل كثيرة، إذ شهدت السنوات التالية أيضاً تراجع السوق اليابانية بعد عام 1989، وهبوط ممتد للاقتصاد الياباني، وظهور الأزمة المالية الآسيوية في 1997 - 1998، التي تزامنت مع الانفجار الهائل في سوق الأسهم الأمريكية إلى حدود غير مسبوقة في نهاية الألفية. وربما كان ينظر إلى

هذه الأحداث الخارجية كتطورات مشؤومة بالنسبة لسوق الأسهم الأمريكية، أي نذير شؤم لما قد يحدث من أمور سيئة هنا، ولكن عوضاً عن ذلك شوهد الكثيرون من المنافسين الرئيسيين آخذين بالضعف. كما أن العلاقة ما بين الولايات المتحدة وخصومها الاقتصاديين عادة ما تُوصف من قبل وسائل الإعلام كمنافسة لا يمكن أن يكون فيها إلاّ فائز واحد، كما هو الحال في الأحداث الرياضية. ولذلك فإن ما يقدم ببساطة على أنه أخبار جيدة، هو ضعف الخصوم. وحالة الانتصار متزامنة مع الشعور الوطني. بالطبع، إن شعور الفخر الوطني كان على الدوام دليلاً في أي مناقشة تتعلق بسوق الأسهم. فقد استخدمت شركة ميريل لينش في التسعينات من القرن العشرين الميلادي شعار «نحن المتفائلون في السوق في أمريكا». وفي الخمسينات، استخدمت بورصة نيويورك للأسهم شعار «اقتن أسهماً في أمريكا». وكانت الشعارات الشعبية خلال مرحلة انفجار السوق في العشرينات «كن مضارباً على صعود البورصة في أمريكا» و«لا تبع أبداً سروال الولايات المتحدة». ولكن عندما بقيت إلى جانبنا مؤسسات وطنية كهذه، اكتسبت هذه المؤسسات شهرة أكبر بعد نصر اقتصادي غير مسبوق. كما تبدو محادثات علنية واسعة حول مشاكل اقتصادية متكررة نسمع عنها بعد أن يشعر البلد بأنه مخزي بالفشل الذي لحق اقتصاده.

فضل التغييرات الثقافية على النجاح

الاقتصادي أو الظهور من ذلك

لقد تزامن انفجار السوق مع ارتفاع مثير في القيم الماديّة. فقد سأل تقرير استفتائي لروبير ستراتش في عامي 1975 و1994 السؤال التالي: «عندما تفكر بحياة جديدة تود أن تحصل عليها، أي من الأشياء الموجودة على هذه القائمة، إذا كان هناك أحد منها، هي جزء من تلك الحياة الجيدة، التي أنت مهتم شخصياً بذلك؟». في عام 1975، اختار 38٪ من الأشخاص خيار «الكثير من المال»، بينما اختاره في عام 1994، 63٪.

إن كون الناس ماديّين أم لا ، وسيادة القِيَم المادّيّة ليس لهما بحدّ ذاتهما أية صلة بمستوى سوق الأسهم . إلّا أنه يبقى من المنطقي التوقّع بأن يقوموا بالادّخار للمستقبل وأن يبحثوا عن السُّبُل الأفضل لادخاراتهم . ولكن من المعقول ظاهرياً أن مشاعر كهذه سوف تؤثر على طلبهم للأسهم ، الأمر الذي قد يقدّم على الأقل احتمالاً لتكديس ثروات سريعة و ضخمة . كما أن مشاعر كهذه قد تحول ثقافتنا إلى ثقافة تبجّل شخصاً اقتصادياً ناجحاً بنفس الدرجة أو حتى أكثر من عالم منجز ، أو فنان ، أو حتى ثوري . ويعتبر الاستثمار في الأسهم طريقاً للشراء السريع مما يوفر حافزاً محدداً لإعادة إنتاج الماديّين .

ففي أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات ، قاد الترشيح (الحركة نحو تسريح الكوادر الفائضة والتي تقود بالتالي إلى انخفاض في ضمان العمل) إلى تغيير في الطريقة التي ينظر الناس فيها إلى حياتهم . فتجربة التسريح من العمل ، أو على الأقل معرفة أشخاص مرّوا بها ، كانت غالباً ما يُنظر إليها كاعتداء على الميثاق الضمني للولاء ما بين الموظف ورب العمل . كما تشجع تجربة كهذه العاملين على التحكّم بحياتهم وأن يصبحوا أقل اعتماداً على أبواب عملهم ، ليصبحوا بتأثير ذلك كيانات اقتصادية بذاتها أكثر من كونهم أجزاء من منظمات اقتصادية أكبر .

وقد كانت الاتحادات العمالية ولا تزال منذ بعض الوقت في حالة تراجع : فأجور ورواتب العمّال الذين كانوا أعضاء في اتحادات عمالية هبطت من 20,1٪ في عام 1983 إلى 13,9٪ في عام 1998 . وأسباب التراجع هذه مثيرة للجدل ، ولكن عاملاً أساسياً يبدو لي السبب في ذلك ألا وهو تلاشي التكافل والولاء بين العمّال ، وهو سلوك حلّت محله أخلاقيات النجاح الفردي في العمل . وهكذا كوّن الناس عن طريق تحفيز المستثمرين المضاربين لأنفسهم بالنتيجة مهنة ثانية - أصبحوا فيها أخيراً أسياد أنفسهم . وهي في كثير من الحالات مهنة تبدو مزوّدة بمصدر للدخل - دخل يتأتى من التفاعل المباشر للفرد مع العالم ككل ، وليس كجزء من منظمة .

لقد حوّلت الشركات حزم مكافآت الإدارة من رواتب ثابتة إلى مساهمات، كما هو بالنسبة للمستثمرين في الشركات. وبحلول عام 1998، بلغت اختيارات الأسهم للموظفين نسبة 6,2% من الأسهم الممتازة في عينة من 144 من أصل 500 شركة من كبرى شركات مؤشر ستاندرد أند بورز. ومع مثل هذه الاختيارات - والتي تكفل وعداً بثروة عظيمة من ارتفاع أسعار الأسهم فوق سعر تنفيذ الاختيارات - فإن للإدارة حافز لعمل كل ما بوسعها لتعظيم أسعار الأسهم. كما أن لديهم باعث للإبقاء على مظهر نجاح الشركة، وصورة بأن الشركة تعمل باتجاه مستقبل باهر. وبأن يأخذوا على عاتقهم القيام بالمبادرات حينما يعتقدون أن السوق سوف تستجيب لهم، حتى وإن كانوا هم أنفسهم متشككين حول قيمة تلك المبادرات. وكمثال على ذلك، كان المدراء حول العالم يقومون مؤخراً ويفكرون ملياً ليعرفوا كيف يتمكنون من إعادة تعريف شركاتهم كشركات إنترنت بسبب التقييم العالي الذي تتمتع به سوق شركات كهذه. وهذا الاندفاع المتهور من أجل تحقيق وضعية (com) يمكن أن تقودهم إلى تكبد استثمارات مرتبطة بالإنترنت جديدة ومكلفة مع اهتمام أقل بتبعاتها التشغيلية طويلة المدى.

كما أن المدراء الذين يحوزون اختيارات محققة لديهم أيضاً حوافز غير عادية للاستعاضة عنها بإعادة شراء الأسهم من أجل حصة من العائد الموزع، حيث أن الأثر المباشر لهذا هو زيادة قيمة اختيارات المدراء. فبين عامي 1994 و1998، أعادت الـ 144 شركة المذكورة سابقاً شراء أسهمها الممتازة بنسبة 0,9% في كل سنة، أكثر من التعويض بإصدار أسهم بنسبة 0,9% كل سنة، بشكل كبير يكفي للوصول إلى تنفيذ لاختيارات الموظفين. وهذا المستوى من تعويض الأسهم المُعاد شراؤها من أجل العائدات الموزعة لوحدها كان ينبغي أن يعظم أسعار الأسهم ببضع درجات مئوية.

الكونغرس الجمهوري وتخفيض ضريبة أرباح رأس المال

عندما انتُخب رونالد ريغان عام 1980، والذي كان أيضاً سيناتوراً جمهورياً منذ 1948. في عام 1994، ذهب البيت الأبيض إلى الجمهوريين أيضاً. وبإدراك التغير في التوجّهات العامة التي قد انتخبتهُم، لم يكن صانعو القرار يعملون سابقاً في التجارة أكثر من سابقهم الديمقراطيّين. وهذا التغيير في الكونغرس قد عظم من ثقة العامة في سوق الأسهم بسبب الرقابة المختلفة التي فرضها المشرّع على أرباح الشركات وعائدات المستثمرين.

أما فيما يتعلّق بالضرائب. لم يقدّم الكونغرس الجمهوري الذي انتُخب في 1995 بأكثر من تقديم المقترح الشهير لتخفيض الضرائب على أرباح رأس المال. ففي عام 1997، خُفّض معدل الضريبة على أرباح رأس المال الأعلى من 28٪ إلى 20٪. وبعد أن تمّ سنّ هذا التخفيض، تحدّث الكونغرس عن تخفيض آخر للمعدلات. كما لم يقدّم الرئيس كليتتون بالتصويت على فاتورة الضرائب التي كانت ستخفّض الضرائب على عائدات رأس المال قُدماً.

يمكن أن يكون للتوقعات حول المستقبل المُحتمل للتخفيضات في ضريبة العائدات على رأس المال أثر إيجابي على سوق الأسهم، حتى عندما تبقى معدلات الضريبة ذاتها فعلياً. فمُنذ عام 1994 وحتى عام 1997، نصّح المستثمرين بشكل واسع بأن يحتفظوا بعائدات رؤوس أموالهم الطويلة الأمد. وألا يحولوها إلى نقد، حتى تنخفض الضريبة على عائدات رأس المال. ولهذا أثر قوي على السّوق. حيث في الوقت الذي انخفضت فيه الضريبة على عائدات رأس المال عام 1997، كان هناك خوف من أن يقوم المستثمرون الذين كانوا ينتظرون ذلك ليقوموا بالبيع وبالتالي يوصلوا السّوق إلى حالة أدنى، كما حدث تقريباً بعد تخفيض الضريبة على عائدات رأس المال في عام 1978 وعام 1980. ولكن هذا لم يحدث في عام 1997. وبالطبع، هناك العديد من المستثمرين الذين لا بد أن اعتقدوا بوجود معدلات ضريبة على عائدات رأس

المال أفضل مستقبلاً، وإن كان الأمر كذلك فلن يكون هناك أي سبب يدعو لبيع الحقوق بعد أن يأخذ تخفيض 1997 أثره.

ومن الأرجح أن المناخ العام لحديث الناس عن التخفيضات المستقبلية لمعدل الضريبة على عائدات رأس المال، مع الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم المحتمل، وتخفيضات مشابهة للضرائب كتخفيض الضريبة على العقارات، قد كوّن إحجاماً لدى المستثمرين عن بيع أسهمهم القيمة. فإذا كان معدل الضريبة على عائدات رأس المال قد ينخفض بشكل حاد في المستقبل، فلماذا البيع عندما تكون المعدلات مرتفعة حتى 20%؟ ومع تقديم النصائح من قبل الخبراء بالتريث ورؤية ما ستكون عليه التخفيضات في معدل الضريبة على عائدات رأس المال، قد يتوقع العديد من المستثمرين أن يؤجلوا بيع أصولهم القيمة حتى نكون على بينة أكبر من قانون تاريخي بخصوص معدلات الضريبة على عائدات رأس المال. كما أن مناخاً من الإحجام كهذا، وغير المتوقع، من الطبيعي أن يشكّل ضغطاً تصاعدياً على أسعار الأسهم.

الزيادة في معدل الولادات وآثاره الملاحظة على السوق

بعد الحرب العالمية الثانية، كانت هناك زيادة جوهرية في معدل الولادات في الولايات المتحدة. كما شجّع الرخاء في فترة السّلام أولئك الذين أجّلوا تأسيس عائلة بسبب الركود والحرب لإنجاب الأطفال. ولقد كان هناك أيضاً زيادات في معدل الولادات في فترة ما بعد الحرب في المملكة المتحدة، فرنسا، واليابان، ولكنها لم تكن طويلة الأمد أو قوية كما هي في الولايات المتحدة، على الأقل جزئياً بدون شك بسبب أن اقتصاديات تلك الشعوب لم تكن منظمّة بعد الحرب. وبعد ذلك، في حوالي عام 1966، أظهر التزايد السكاني في الولايات المتحدة والعالم انحساراً مثيراً استمر إلى يومنا هذا. ولم يكن هذا الانحسار عادياً، إن لم يكن فريداً، وفق معايير تاريخية، حيث أنّه لم

يَظهر بسبب الحرب أو المجاعة، وإنما بسبب انخفاض باطني في معدّل الخصوبة.

إن التطورات في تقنية التحكّم بخصوبة المرأة كبيرة ومتسارعة، فالدواء الذي اكتُشف عام 1959 انتشر بشكل واسع في منتصف الستينات في الولايات المتحدة والعديد من البلدان الأخرى، والتغيرات الاجتماعية التي قد تقبّلت مشروعية منع الحمل والتبتي كانت أدوات فعّالة في تخفيض معدل النمو السكاني، كما كانت أدوات في نمو المدنية وإحداث التطورات في التعليم والمستويات الاقتصادية المرتقة. وقد كوّن نمو معدّل الولادات في ذلك الوقت والانفجار السكاني اللاحق أزمة واضحة في الضمان الاجتماعي في العديد من بلدان العالم، فعندما يكبر الجيل الجديد سوف يتقاعد، وبالتالي سينحسر عدد الشباب والسكان العاملين المتوافرين لدعم الفئة السكانية الأكبر سناً في معظم أنحاء العالم.

ولقد تميّز التزايد السكاني في الولايات المتحدة بمعدّل ولادات عالية جداً خلال الفترة 1946 - 1696، كما أن هناك في العام 2000 (وسوف يبقى لبعض الوقت) عدداً ضخماً من السكان بشكل غير عادي ما بين الأعمار 35 و55 سنة. وتفترض نظريتان أن وجود العديد من الأشخاص في منتصف العمر ينبغي أن يرفع سوق الأسهم اليوم. وتبرز إحداها معدلات السعر - العائدات العالية التي نراها اليوم كنتيجة لهذا الجيل الجديد المتنافس أفراداً ضد بعضهم البعض على شراء الأسهم بهدف الادخار لتقاعدتهم النهائي والمزايدة على ارتفاع الأسهم نسبة إلى العائدات التي تحدثها. وبناء على هذه النظرية، فإن الإنفاق على السلع الحالية والخدمات هو الذي يرفع الأسهم، ومن خلال أثر إيجابي معمم على الاقتصاد: فإن الإنفاق العالي يعني أرباحاً أعلى للشركات.

وتبدو قصص الانفجار السكاني هذه فعلاً بسيطة جداً. فهي مثلاً لا تأخذ بعين الاعتبار متى ينبغي على التزايد السكاني أن يؤثر على سوق الأسهم. فربما

يكون تأثير التزايد السكاني على سوق الأسهم قد تبلور في أسعار الأسهم من قبل المستثمرين . وربما قد أغفلت هي أيضاً عوامل مثل نشوء اقتصاديات رأسمالية في أنحاء العالم وطلبها على الأسهم الأمريكية في عشرين سنة أخرى . إن النظرية القائلة بأن التزايد السكاني يقود السوق إلى الأعلى تعود لطلب الجيل على البضائع الذي يدل على أن ارتفاع السوق هو بسبب ارتفاع الإيرادات ، ولن يوضح معدلات السعر - الإيرادات المرتفعة في يومنا هذا .

وإذا كانت أنماط الادخار الناجمة عن دورة الحياة (الأثر الأول) وحدها القوة المسيطرة في الأسواق ، فسوف يكون هناك ارتباطات قوية بين سلوكيات السعر عبر فئات الأصول البديلة ، وروابط إحصائية قوية على مر الوقت بين أسعار الأصول والتغيرات السكانية . فعندما تشعر أكثر الأجيال تزايداً بأنها بحاجة للادخار ، فسوف يميلون لتجربة كافة وسائل الادخار : الأسهم ، السندات ، والعقارات . وعندما تشعر هذه الأجيال أنها بحاجة لتخفيض ادخاراتها ، فإن مبيعاتهم سوف تنزع نحو تخفيض أسعار كافة هذه الوسائل . ولكن عندما ننظر إلى البيانات الطويلة الأمد للأسهم ، والسندات ، والعقارات ، فإننا سنجد أن هناك علاقة ضعيفة جداً في الواقع ما بين قيمها الحقيقية . ومن الممكن أن تتوافق هذه الاختلافات بين هذه الفئات مع نظرية التزايد السكاني ، عن طريق الافتراض بأن الناس في مختلف فئات الأعمار لديهم توجهات مختلفة نحو المخاطرة بسبب الاختلافات المرتبطة بالعمر في تحمل المخاطرة ، حيث أن سوق الأسهم مرتفعة نسبياً الآن بسبب وجود عدد كبير من الأشخاص في الأربعينيات من عمرهم الذين هم بشكل طبيعي أقل ابتعاداً عن المخاطرة من الأشخاص الأكبر سناً ، ولكن نظرية كهذه لم تبرز بشكل دقيق أو تعرض لتوضيح تحركات الأسعار النسبية . ومن الجدير بالملاحظة أيضاً أن معدل الادخار الشخصي في الولايات المتحدة قد أصبح حديثاً قريباً من الصفر ، وليس إيجابياً بشكل مثير ، كما افترضت نظرية دورة الحياة . وبالطبع ، قد يحاول

أحدهم أن يبرهن أنه إذا لم يكن ذلك بسبب التزايد السكاني، فإن أثر ارتفاع سوق الأسهم سيقود إلى الادخار، كما هو مقاس، بشكل سلبي جداً، حيث أن عائدات رأس المال على الأسهم ستعد دخلاً لم يتم إدراجه في الدخل الوطني، وهو الدخل الذي من الطبيعي توقع إنفاق الناس منه.

وهناك نظرية أخرى حول إمكانية كون الجيل الجديد أقل ابتعاداً عن المخاطرة، كما أن أبناء هذا الجيل، الذين ليس لديهم ذكريات عن الركود الكبير في الثلاثينيات أو عن الحرب العالمية الثانية، هم أقل تلهفاً تجاه السوق والعالم. وفي الواقع، فإن هناك بعض الدلائل على أن مشاركة الخبرات في السنوات التقويمية يحدث أثراً طويلاً على توجهات الأجيال. فطوال مدة ازدهار السوق منذ 1982، أصبح أفراد الجيل تدريجياً مستثمرين رئيسيين في حين كانوا مراهقين أو شباباً خلال الركود الاقتصادي والحرب.

وعلى الرغم من أنه لا يوجد شك حول هذه النظريات عن تأثيرات التزايد السكاني على سوق الأسهم، يمكن أن يكون الإدراك العام حول التزايد السكاني وتأثيراته المفترضة هو الأكثر مسؤولية عن الاندفاع في السوق. كما أن تأثير التزايد السكاني هو واحد من المواضيع الأكثر جدلاً المرتبطة بسوق الأسهم، وإن كل هذه الأحاديث عنه تجعل لديها القدرة على التأثير في قيمة سوق الأسهم. ويعتقد الناس أن التزايد السكاني يمثل مصدراً هاماً للقوة في السوق اليوم، وهم لا يرون أن هذه القوة تتداعى في أي وقت اليوم. ولهذا يساهم هذا الإدراك العام في الشعور بأن هناك سبباً جيداً يدعو السوق للارتفاع ومطمئناً بأنها سوف تبقى كذلك لوقت قادم. كما يفشل العديد من المستثمرين في تقدير كيفية تشارك أفكارهم حقيقة، مهئين أنفسهم على ذكائهم في الفهم والمراهنة على هذه الاتجاهات السكانية في استثماراتهم في سوق الأسهم. كما أن إدراكهم يغذي استمرارية الصعود اللولبي في قيم السوق.

لقد كان دليلهم الأكثر جلاء حول نظرية التزايد السكاني لسوق الأسهم

كان هاري س. دينت. حيث بدأ بكتاب في عام 1992 بعنوان «الازدهار الكبير القادم: دليلك الواسع للربح الشخصي والاقتصادي في منطقة جديدة من الرخاء»، وهو كتاب لقي نجاحاً كبيراً. وكان كتابه في عام 1998، «الألفيات الهادرة: بناء ثروتك ونمط حياتك الذي ترغب في أعظم ازدهار عرفه التاريخ، على قائمة الكتب الأكثر مبيعاً في صحيفة New York Times لمدة أربعة أسابيع في عام 1998. وصنّف كتابه في عام 1999، «مستثمر الألفيات الهادرة: استراتيجيات للحياة التي تريد من ضمن هذه المنشورات بين المئة الأعلى الأكثر مبيعاً من كافة الكتب حسب شركة amazon.com. حيث يتنبأ هذا الكتاب بأن سوق الأسهم سوف يستمر في الازدهار حتى عام 2009، عندما سيبدأ عدد السكان الذين يبلغون الـ46 من العمر بالتناقص، وعندها سوف تهبط السوق.

إن نجاح دينت في فكرة التزايد السكاني قد ولدت «نظرياً» عدداً من المقلّدين - والذين يمجّدون الفرص الرائعة الآن للاغتناء في سوق الأسهم - بعنوانين مثل «الأنظمة الاقتصادية المزدهرة، اقتصاديات الجيل الجديد: مستقبل أموالك في حرب الأجيال القادمة»، تأليف وليام سترلينغ وستيفان ويت (1998)، و«الازدهار، الأزمة الاقتصادية، والاستجابة: كيفية الربح من التغيير السكاني القادم» تأليف ديفيد ك. فوت ودانييل شتوفمان (1996). وتدور المناقشات حول التزايد السكاني وتأثيره على سوق الأسهم في كل مكان، وإن الطابع العام لها هو أن التزايد السكاني جيد بالنسبة لسوق الأسهم حالياً وسوف يكون كذلك في السنوات القادمة.

توسّع التقارير الصحفية عن الأخبار الاقتصادية

ظهرت أول محطة تلفزيونية للأخبار، شبكة CNN، في عام 1980 ونمت بشكل تدريجي، وارتفعت نسبة مشاهديها عن طريق أحداث مثل حرب الخليج في عام 1991 ومحاكمة أو. جي. سيمبسون في عام 1995، القصتين اللتين

غذّتا طلباً كبيراً بتغطية متواصلة. كان العامة عادة يشاهدون الأخبار على التلفاز خلال النهار (والليل)، ولكنهم لا يقضون وقتاً طويلاً بمشاهدته أثناء ساعات العشاء. وقد تلت شبكة CNN شبكات أخبار الاقتصاد. فقد اندمجت شبكة الأخبار المالية The Financial News Network التي تأسست في عام 1983، في شبكة CNBC. وبعد ذلك ظهرت الـ CNN Bloomberg Television. وأنتجت هذه الشبكات مجتمعة تياراً متواصلاً من الأخبار المالية، الذي يتعلّق معظمه بسوق الأسهم. ووجدت شركات المضاربة التقليدية تأثيراً واسعاً جداً بحيث وجدت من الضروري إبقاء قناة CNBC معروضة في الزوايا السفلية لشاشات الكومبيوتر الخاصة بسماستها. حيث سيتصل العديد من الزبائن للاستفسار عن شيء ما قد سمعوه للتو عن شبكات الأخبار، بحيث يتحوّل السماسرة (الذين ينشغلون كثيراً في مشاهدة التلفاز) للعمل على الخط.

إن ما تغيّر في السنوات الأخيرة ليس مجال الإعلام الاقتصادي فحسب وإنما أيضاً طبيعته. واستناداً إلى دراسة قام بها ريتشارد باركر، عضو رئيس في مركز شورنستاين في جامعة هارفارد، أن الصحف في العشرين سنة الماضية قد حوّلت أقسامها الاقتصادية الرصينة السابقة إلى أقسام تتعلّق بالمال بشكل مكثّف، الأمر الذي أعطى عدة نصائح مفيدة حول الاستثمار الشخصي. كما أن المقالات حول المؤسسات الفردية، التي كانت تكتب كما لو أنها ذات أهمية فقط لأولئك المتعاملين في حقل الصناعة أو المؤسسات نفسها، تحرّف الآن كتابتها من أجل فرص الربح للمستثمرين الفرديين. وتضم المقالات عن المؤسسات عادة آراء المحلّلين حول ما تضمنته الأخبار من أجل المستثمرين.

وتقود صحافة اقتصادية معزّزة مثل هذه لزيادة الطلب على الأسهم، كما تقوم الإعلانات التجارية للترويج لمنتج استهلاكي بتعريف الناس بالمنتج أكثر، وتذكيرهم بفرصتهم لشرائه، وتحفيزهم في النهاية للقيام بذلك. ومعظم الإعلانات ليست في الحقيقة عرضاً للحقائق الهامة حول المنتج ولكنها تذكّرة

بالمنتج وصورته ليس إلا. وبالنظر إلى التغطية الإعلامية الكبيرة للاستثمارات، فإن ازدهار سوق الأسهم لن يكون مثيراً للدهشة كالزيادة في المبيعات لنوع جديد من السيارات الرياضية بعد حملة دعائية ضخمة.

التنبؤات التفاؤلية الكثيرة للمحللين

بناء على البيانات المعطاة من قبل أبحاث الاستثمار لزاكس (Zacks Investment Research) حول توصيات المحللين في حوالي 6000 شركة، فإن 1٪ فقط من التوصيات كانت «بيع» في أواخر 1999 (بينما 69,5٪ كانت «شراء» و 29,9٪ كانت «احتفاظ»). ويقف هذا الوضع بشكل مغاير جداً بالنسبة إلى ما دلت عليه البيانات السابقة. فقبل عشر سنوات مضت، كانت نسبة البيع 9,1٪، أي أعلى بتسع مرّات.

ويحجم المحللون الآن عن توصية المستثمرين ببيع أي شيء. وأحد الأسباب عادة لهذا الإحجام هو أن التوصية بالبيع يمكن أن تؤدي إلى خنق الشركة ذات العلاقة. ويمكن للشركات أن تنتقم عن طريق رفض التحدث إلى المحللين الذين تعتبرهم إخباريين سلبيين، واستثنائهم من أقسام المعلومات، وعدم عرض وظائف أساسية عليهم عندما يقومون بتحضير تنبؤات حول العائدات. وهكذا يبرز هذا الوضع تغيراً في البيئة الأساسية لصناعة الاستثمار، وفي الفهم الضمني للتوصيات الذي يهدف بقدر الإمكان لتحليلها.

وهناك سبب آخر هو أن عدداً متزايداً منهم يوظف في شركات تطلق أسهماً، وهذه الشركات لا تريد لمحلليها أن يفعلوا أي شيء يمكن أن يعرض المجال المربح من الأعمال للخطر. ويقدم المحللين العملاء لبنوك الاستثمار توصيات مؤيدة بشكل ملفت للشركات التي يحرّر أو يشارك مدراءهم فيها في تحرير الأسهم أكثر من المحللين الغير عملاء، حتى ولو لم تكن تنبؤاتهم عن العائدات أقوى عادة.

ومن يعرف ذلك يدرك أن توصيات الاحتفاظ اليوم هي مثل توصيات البيع في السابق. فاستناداً إلى جيمس جرانت، وهو معلق اقتصادي معروف، «إن الصراحة لم تكن أبداً مركز ربح في وول ستريت، ولكن السماسرة كانوا يسعون وراء الظهور. أما الآن فقد توقفوا عن الادعاء. وأكثر من أي وقت مضى، تُعد أبحاث الأسهم، فرع من المبيعات. أيها المستثمر، كن على علم».

لقد حوّلت توصيات المحللين بأشياء مشابهة من أجل تمهيد الطريق لدخول التضخم إلى مدارسنا: لقد كان C معدل متوسط، ولا يزال يعتبر حتى الآن كحد للإخفاق. ويعلم الكثير منا بحدوث تضخم كهذا، وأننا نحاول أن نصّحه بتبرير درجات أطفالنا. وبشكل مشابه، ندخل عامل التضخم ضمن توصيات المحللين. ولكن لا يؤدّ الجميع عمل تصحيحات ملائمة للغة المحللين المبالغة الجديدة، ولذلك فإن الأثر العام لمعاييرهم العامة المتغيرة سيكون بتشجيع تقييمهم العالي للأسهم.

وعلاوة على ذلك، فلا يشوب مجرد التغيير في وحدات القياس تقارير المحللين. حتى ولو كانت التنبؤات الكمية لنمو العائدات تُظهر ميلاً نحو الأعلى. وبناء على دراسة لستيفن شارب من مجلس البنك الاحتياطي الفيدرالي، فإن توقعات المحللين لنمو عائدات مؤشر ستاندرد أند بورز 500 للسهم الواحد تجاوزت النمو الفعلي في ستة عشر سنة من أصل ثمانية عشرة ما بين 1979 و1996. كما أن الفرق الوسطي بين معدل النمو المخطط والفعلي للعائدات كان 9 درجات مئوية. وقد ابتهج المحللون خلال فترتي الركود الاقتصادي الكبير في عامي 1980 - 1981 والركود في عامي 1990 - 1991 بإطلاقهم تنبؤات عن نمو العائدات في مجال الـ 10٪.

ويلاحظ في تنبؤات المحللين السنوية أنهم عادة ما يكونون أكثر اتزاناً في التنبؤ في التصريح التالي عن العائدات قبل إطلاقه. كما يميل المحللون إلى

الإذعان لأمنيات شركاتهم قبل إدلائهم بأية تصريحات حول العائدات، وهم يتحدثون مع المحللين الذين تتوجّه تنبؤاتهم صعوداً محاولين إقناعهم باحتمالات الهبوط، متجاهلين التحدّث مع المحللين الذين تكون تنبؤاتهم بجانب الهبوط، مكوّنين بذلك نزعة للهبوط بشكل عام في التنبؤ حول العائدات بدون أن يتضح كذبهم. وإن التقييم العرضي لتنبؤات المحللين من قبل العملاء سوف يأخذ على الأغلب شكل مقارنة التصريحات الأخيرة حول العائدات مع آخر التنبؤات، ولذلك فإن المحللين لا يغالون كثيراً في تقدير الإيرادات قبل إعلانها، الأمر الذي يسبّب إحراجاً واضحاً لهم.

إن النزعة للصعود عند المحللين تأتي في المقدمة عند تنبؤهم بالمستقبل الغامض غير واضح، وليس في النشرات الفورية أو الفصلية. والتوقعات حول المستقبل الغامض، وغير واضح، حتى التي تتجاوز تنبؤات لسنة واحدة، تكمن وراء التقييمات العالية للسوق التي نراها. وكذلك لدى المحللين قلق ناتج عن تفاؤلهم بشكل مضطرد حول المستقبل البعيد، حيث استنتجوا أن تفاؤلاً معممًا كهذا أمر نافع ببساطة في عالم الأعمال، وهم بالطبع يدركون أن زملائهم المحللين يبرهنون تفاؤلاً طويلاً المدى كهذا، وأنه في النهاية، هناك ضمانة في الأرقام. وقد يفكّرون قليلاً بمدى دقّتها عند الإدلاء بتصريحاتهم لعامة المستثمرين بأنسياب وبشكل روتيني.

التوسّع في الخطط المحدّدة للمساهمة في المعاش

إن التغيرات على مرّ الزمن في طبيعة خطط أرباب العمل حول المعاشات التقاعدية قد شجّعت الناس على التعلّم حول ما تقبلوه أخيراً، وهو الاستثمار في الأسهم. وعلى الرغم من أن هذه التغيرات لا تفضل الأسهم تقنياً على الاستثمارات التقاعدية الأخرى، فإنها عن طريق إجبار الناس على اتخاذ اختيارات حاسمة من بين استثماراتهم التقاعدية، وهي اختيارات قد اتخذت لهم

مسبقاً، قد عملت باتجاه تشجيع الاستثمار في الأسهم. كما أن اتخاذ خيارات كهذه جعل الناس يتعلمون حول الأسهم ورفع مستواهم في كيفية التعاطي معها والمعرفة الخاصة بها.

وكان التغيير الأكثر ثورية في هذه المؤسسات في الولايات المتحدة، التوسع في خطط المساهمة المحددة في المعاشات التقاعدية، وقد برز حدث هام في التاريخ عام 1981، عندما وضعت أول خطة (k) 401، التي ما لبث أن صدّق عليها بحكم موثّق من خدمة العائدات الداخلية. فقبل ذلك التاريخ، كانت خطط أرباب العمل للتقاعد غالباً من نمط الفائدة المحددة، ووفقها يعد رب العمل بتقاعد ثابت لموظفيه عندما يتقاعدون ليس إلا. كما أن الاحتياطات التي تُدفع منها الفوائد المحددة تدبّر من قبل رب العمل. ووفقاً لخطط (k) 401 (إضافة إلى بعض الخطط المشابهة مثل خطط 403 «b»)، يعطى الموظفون الفرصة للحصول على مساهمات لحساب تقاعد معفى من الضريبة يقتطع من شيكات الدفع لهم. ويصبحون بعد ذلك مالكيين لاستثمارات في حساباتهم الـ 401 (k) وعليهم جمعها بشكل أسهم، سندات، وحسابات في سوق المال. ويشجع قانون الضرائب أرباب العمل على أداء مساهمات مماثلة إلى حسابات موظفيهم الـ 401 (k)، وبذلك يصبح هناك حافز قوي للموظفين للمشاركة.

كما أن هناك عوامل عدّة مختلفة تشجّع أيضاً نمو خطط التقاعد ذات الفائدة المحددة منذ انهيار السّوق عام 1982. وقد رأت النقابات العمالية بحكم المعتاد خطط الفائدة المحددة لأعضائها كوسيلة لضمان رخائهم خلال التقاعد، وقد أدّى تقلص النقابات إلى محدودية الدعم لهذه الخطط. كما تضاءلت أهمية قطاع التصنيع، التي طالما كانت الحصن المنيع للنقابات العمالية وخطط التقاعد ذات الفائدة المحددة. وأصبحت خطط التقاعد ذات الفائدة المحددة أيضاً أقل شعبية مع الإدارة، إذ تجعل الخطط الممولة ذات الطلب الكبير الشركات عرضة للاستيلاء. وهكذا تُعد خطط المساهمات المحددة أقل كلفة للإدارة من خطط

الفوائد المحددة. وعلاوة على ذلك، فقد أصبحت خطط المساهمات المحددة أكثر تفضيلاً من قبل أولئك الموظفين الذين يرغبون بالتحكم باستثماراتهم، ولذلك اتجهت الشركات إلى تقديم الخطط إلى كافة الموظفين. ومن خلال هذه الحوافز الضريبية للمشاركة في الخطط التي تقدم خيارات بين الأسهم والسندات، فرضت الحكومة على الناس العمل على تعلم مزايا الأسهم مقابل السندات أو استثمارات سوق الأسهم. وإن أي حافز للتعلم حول أدوات الاستثمار هو أشبه بطلب ضخم عليها. ففي عام 1954، عندما أجرت بورصة نيويورك للأسهم دراسة تسويقية لفهم كيفية تطوير الاهتمام العام في سوق الأسهم، فقد شملت معظم الأشخاص الذين لا يعرفون الكثير عن الأسهم، إذ أن 23٪ من العامة لا يعرفون حتى تعريف السهم. وقد أظهرت الدراسة شكاً غامضاً لدى العامة بسوق الأسهم. لذلك فقد أقامت البورصة سلسلة من المحاضرات لتقديم معلومات للعامة لمحاولة معالجة هذا النقص في المعرفة وهذا التحامل ضد الأسهم كأداة للاستثمار. ولكن لا يمكن للبورصة عن طريق تقديم مجموعة من المحاضرات أن تقارن بين آثار التعلم عن طريق الممارسة لخطة المساهمات المحددة لتطوير معرفة العامة واهتمامهم بالأسهم.

فإذا كان شخص ما يعمل في الأسهم قد رشح من خلال عدسة خطة التقاعد، فيمكن أن يطور تفكيره للمستقبل البعيد. والهدف المحدد لخطة الـ (k) 401 هو الاستعداد للتقاعد، والذي يعتبر للعديد من العاملين بعيداً لسنوات عديدة. ولا يدعو راعي خطة الـ (k) 401 المشاركين بتعليمات ونصائح حول الفرص الاستثمارية القصيرة الأجل، وقوائم عن قيمة المحفظة المالية التي ترسل بريدياً بشكل متكرر. كما لا يستطيع المشارك أن يراجع محفظته المالية يومياً في الصحيفة. فقد يؤدي التفكير للأمد الطويل إلى ارتفاع في قيم السوق عن طريق تحويل فكر المستثمرين عن الانشغال بالتقلبات القصيرة الأجل.

إن تطوير التفكير للأجل الطويل بين المستثمرين هو على الأرجح جيد

عموماً. ولكن يمكن أن يكون هناك تأثير آخر لخطط 401 (k) كما هي مبينة حالياً برفع الطلب على الأسهم بشكل مضطرد من خلال آلية نفسانية أخرى. وعن طريق تقديم فئات متعددة من الاستثمارات في سوق الأسهم للموظفين، سيكون بإمكانهم إحداث طلب على الأسهم. كما أن أثر وجود فئات على الخيارات الاستثمارية الأساسية واضح من قبل عالمي الاقتصاد شلومو بن آرتزي وريتشارد ثالر. فقد وجدوا، باستخدام كل من البيانات التجريبية وبيانات عن حصص الادخارات التقاعدية الفعلية، أن الناس يميلون لتوزيع حصصهم بشكل متساو على الاختيارات المتوافرة، بدون النظر إلى فحواها. فعلى سبيل المثال، إذا قدمت خطة 401 (k) خياراً لصندوق أسهم وصندوق سندات، فإن العديد من الأشخاص سوف يوظفون 50٪ من مساهماتهم في كل منها. أما إذا قدمت الخطة عوضاً عن ذلك خياراً بين صندوق أسهم وصندوقاً متوازناً (لنقل أنه يتكون من 50٪ أسهم، و50٪ سندات) فعندها سوف يميل الأشخاص لتوظيف 50٪ في كل منهما، على الرغم من أنهم في الحقيقة يوظفون بذلك 75٪ من محفظتهم المالية في الأسهم.

وتميل الاختيارات المقدمة كجزء من خطط 401 (k) لتكون مثقلة بشكل كبير لصالح الأسهم. وبالعكس، فإن معظم خطط 401 (k) ليس لديها خيارات تتعلق بالعقارات، ما عدا واحدة مقدّمة من قبل تياكريف TIAACREF، والتي لديها خيارات مباشرة في العقارات. وبهذه الطريقة، شجّع نمو خطط 401 (k) تنامي الاهتمام العام بسوق الأسهم نسبة إلى سوق العقارات. وفي الواقع، إن خطة (k) 401 النموذجية اليوم، تقدّم خيارات بين صندوق أسهم، صندوق متوازن (يتألف نموذجياً من 60٪ أسهم و40٪ سندات)، أسهم الشركة (استثمارات في الشركة الموظفة نفسها)، وربما صندوق أسهم خاص كصندوق متنامي، صندوق سندات، وصندوق سوق الأسهم، بالإضافة إلى عقود استثمارات ذات دخل ثابت. وليس مفاجئاً من خلال ما توصلت إليه دراسة بينارتزي وثالر، أن الناس

يوظفون تناسبياً أكثر أموالهم في صناديق الأسهم، حيث تعرض العديد من الخيارات المرتبطة بالأسهم أمامهم. وعلاوة على ذلك، بسبب وجود العديد من أنواع الأسهم، كما هو الحال في مخزن المشروبات حيث العديد من أصناف الشراب، ولهذا فسوف نوجه انتباهنا الأكبر نحوها.

بمثل هذه الطرق الذكيّة التي تشجّع الاهتمام بهذا الموضوع وكذلك الاهتمام بأفضلية الأسهم، وليس بأي نوع من عمليات اتخاذ القرارات العقلانية، يجري حضّ المستثمرين على شراء المزيد من الأسهم أكثر من غيرها. ويبدو أن هذا الاهتمام غير الواع قد ساعد في رفع أسعار سوق الأسهم.

نمو الموارد المالية المشتركة

لقد تزامن ازدهار سوق الأسهم مع نشاط متزايد مميز في مجال نمو الموارد المالية المشتركة. ففي عام 1982، أي في بداية نشاط السّوق الحديث الطويل الأمد، كانت هناك 340 وحدة من الموارد المالية المشتركة في الولايات المتحدة. وبحلول عام 1998، كان هناك 3,513 تمويل مشترك وهي أكثر من الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك. بينما في عام 1982، كان هناك 6,2 مليون حساب لحملة أسهم وحدات التمويل المشترك في الولايات المتحدة، أي بما يعادل واحداً لكل عشرة عائلات أمريكية. وبحلول عام 1998، كان هناك 119,8 مليون حساب لحملة أسهم كهذه، أو بما يعادل حسابين لكل عائلة.

وتعتبر الموارد المالية المشتركة اسماً جديداً لفكرة قديمة. إذ أن شركات الاستثمار التي ظهرت في الولايات المتحدة في بدايات العشرينات من القرن التاسع عشر، لم تكن بعد قد سميت بصناديق الموارد المالية المشتركة. كما أن اتحاد مستثمري ماساشوتس، والذي يُعتبر عموماً كأول صندوق موارد مالية مشتركة، قد تأسس في عام 1924. وكان مختلفاً عن بقية اتحادات الاستثمار

لقيامه بنشر محفظته المالية، ووعده بسياسات استثمارية حكيمة، وكان يمول نفسه ذاتياً عندما يطلب المستثمرون سيولة لاستثماراتهم. ولكن هذا التمويل المشترك بدأ بداية بطيئة. وبدلاً من ذلك فقد شهد ازدهار السوق في العشرينات من القرن العشرين نشوء العديد من اتحادات الاستثمار الأخرى، حيث تربط شركات الاستثمار بدون أنظمة حماية مع صناديق التمويل المشترك اليوم، فإن في العديد منها عمليات غير آمنة وحتى أن بعضاً منها خطط بونزية بفعالية (انظر الفصل الثالث).

وبعد انهيار السوق المالية في عام 1929، أصبح العديد منها بدون جدوى أكثر من السوق بالمجمل، ونفر العامة من اتحادات الاستثمار، وبشكل أدق، شعروا أنهم خُدعوا من قبل مديري هذه الاتحادات، والذين كانوا دائماً يتابعون اهتماماتهم الخاصة بتعارض واضح مع اهتمامات مستثمريهم. إن «قانون شركة الاستثمار» في عام 1940، والذي أسس العديد من الأنظمة لشركات الاستثمار، قد ساعد على استعادة جزء كبير من ثقة الجمهور. ولكن الناس كانوا بحاجة إلى أكثر من أنظمة حكومية، بل بحاجة إلى اسم جديد، اسم لم يكن يحمل رداء معاني اتحادات الاستثمار. حيث كان مصطلح صندوق التمويل المشترك، وهو شبيه ببنوك الادخار المتبادل وشركات التأمين المشترك، وهي مؤسسات مرموقة نجت من انهيار سوق الأسهم بدون أن تتأثر بأية فضائح - يبدو أكثر طمأنة وجاذبية للمستثمرين.

كما أعطيت صناعة التمويل المشترك قوة دافعة من قبل قانون ضمان المعاشات التقاعدية للموظفين في عام 1974، والذي أحدث حسابات التقاعد الشخصية. ولكن هذه الصناعة بدأت بشكل حقيقي بعد الازدهار الحديث للسوق الذي بدأ عام 1982.

وكان أحد الأسباب التي أدت إلى تكاثر صناديق التمويل المشترك بسرعة كبيرة بعد ذلك التاريخ استخدامها كجزء من الخطط التقاعدية 401 (k). فعندما

يقوم الناس بتوظيف ميزانياتهم المخططة مباشرة في صناديق التمويل المشترك، يتطور إلمامهم بالمفهوم، ولذلك يميلون أكثر لتوظيف مدخراتهم الغير مرتبطة بخطط 401 (k) في صناديق التمويل المشترك أيضاً.

كما أن سبباً آخر للتنامي الكبير للصناديق هو إنفاقها الكثير من الأموال للدعاية. حيث تقوم برامج التلفزيون، والمجلات والصحف باستمرار بعرض إعلانات لها، كما يتلقى المستثمرون النشطون دعايات بوساطة البريد. وتشجع صناديق التمويل المشترك المستثمرين الأكثر سذاجة للمشاركة في السوق عن طريق دفعهم للاعتقاد بأن الخبراء الذين يديرون الصناديق سيقودونهم بعيداً عن المآزق.

ولذلك فإن تكاثر صناديق التمويل المشترك المتوازنة قد ركّز اهتمام الجمهور على السوق، مع أثر تشجيع تحركات السعر المضاربة في تكتلات سوق الأسهم، أكثر من اهتمامه بالأسهم الفردية. كما شجعت الفكرة العامة الناشئة عن أن الاستثمار في صناديق التمويل المشترك آمن وموثوق العديد من المستثمرين الذين كانوا ذات مرة متخوفين من السوق، على الرغبة في دخوله، وبذلك يساهمون في تصاعد الثقة بالسوق. (انظر في الفصل العاشر للمزيد من البحث في توجهات الجمهور تجاه صناديق التمويل المشترك).

انحسار التضخم وأثار الوهم النقدي

لقد تحسّن مستقبل التضخم في الولايات المتحدة، كما قيس بشكل نسب مئوية للتغيير في مؤشر سعر المستهلك، بشكل تدريجي منذ أن بدأ ازدهار السوق. ففي عام 1982، وعلى الرغم من أن التضخم في الولايات المتحدة كان حوالي 4٪ سنوياً، لا زال من غير المؤكّد إمكانية عودته لمستويات عليا (حوالي 15٪ للسنة) والتي قد وصل إليها في عام 1980. وظهرت أعظم زيادة في سعر الأسهم خلال هذا الازدهار عندما استقر معدل التضخم ضمن مجال 2 - 3٪ في منتصف التسعينات، وقد هبط بعدها إلى ما دون 2٪.

يعطي الجمهور العام الكثير من الأهمية للتضخم، كما اكتشفت في دراساتي الميدانية حول موقف الجمهور تجاهه. إذ يعتقد الناس بشكل واسع أن معدل التضخم هو مقياس للاقتصاد والصحة العامة للشعب. ويُعتبر التضخم المرتفع كإشارة لعدم التوازن في الاقتصاد، خسارة في القيم الأساسية، إحباط للمجتمع، وإحراج أمام البلدان الأجنبية. كما ترى معدلات التضخم المنخفضة كإشارة لازدهار الاقتصاد، العدالة الاجتماعية، والحكومة الجيدة. ولذلك فإنه ليس من المفاجئ أن تعزز معدلات تضخم منخفضة ثقة الجمهور وبالتالي تقييم سوق الأسهم.

ويبدو من وجهة نظر محايدة وعقلانية، أن رد فعل السوق هذا تجاه التضخم ليس بالمناسب. ففي عام 1979، نشر نوبل لوريه فرانكو موديغلياني ورיתشار كون مقالة يحاولان فيها إثبات تفاعل سوق الأسهم بشكل غير مناسب تجاه التضخم لأن الناس لا يفهمون بشكل كامل أثر التضخم على معدلات الفائدة. فعندما يكون التضخم مرتفعاً، مثلما كان عند كتابتهما للمقالة، قرب أدنى مستويات السوق في عام 1982، فإن معدلات الفائدة الاسمية (معدلات الفائدة التي عادة ما نراها تحسب كل يوم) تكون مرتفعة بسبب وجود تعويض المستثمرين عن التضخم الذي يقلص من قيمة أموالهم. ومع ذلك فإن معدلات الفائدة الحقيقية (معدلات الفائدة التي تعدل وفقاً لأثر التضخم) لم تكن مرتفعة، ولذلك لا يجب أن يكون هناك أي رد فعل لسوق الأسهم تجاه المعدلات الاسمية. وافترض موديغلياني وكون أن السوق تميل نحو الركود عندما تكون معدلات الفائدة الاسمية مرتفعة حتى ولو لم تكن المعدلات الحقيقية مرتفعة وذلك بسبب نوع من «الوهم النقدي»، والارتباك العام حول آثار تغير المقاييس النقدية. فعندما يكون هناك تضخم، فإننا نغير قيمة العملة، ولذلك يتغير المقياس الذي نقيس به القيم. ومع تغير هذا المقياس، لا يكون من المفاجئ أن يصيب الإرباك العديد من الناس.

كما يحاول أيضاً موديغلياني وكون أن يبرهننا (وإن هذه لنقطة ذكية أخرى) فشل الناس في حساب التحيز في الأرباح المتحدة المقاسة بسبب حقيقة قيام الشركات باقتطاع كامل الفائدة المدفوعة على ديونهم من أرباحهم، وليس فقط للفائدة الحقيقية (المعدلة وفق التضخم). ففي فترات التضخم، يمكن أن يرى جزء من هذه الفائدة المدفوعة بأنه أقساط مدفوعة مقدماً لجزء من الدين الحقيقي ليس إلا، أكثر من كونها تكلفة على الشركة. ويدرك القليل فقط من المستثمرين ذلك ويقومون بتعديلات تجاه آثار التضخم هذه. وربما يُعتبر الإخفاق في ذلك مثال آخر على الوهم النقدي.

كما يشجع عدم الفهم العام حول التضخم في الوقت الحالي توقعات عالية لعائدات حقيقية (معدلة وفق التضخم). حيث نشرت معظم البيانات حول العائدات الطويلة الأجل السابقة لسوق الأسهم في الصحافة بصورة اسمية، بدون تعديلها وفق التضخم، وربما شجع هذا الأمر الناس بشكل طبيعي على توقع استمرار مثل هذه البيانات الاسمية في المستقبل. ويبلغ معدل التضخم اليوم ما دون 2٪، مقارنة مع المعدل التاريخي لمستوى مؤشر سعر المستهلك للتضخم الذي وصل إلى 4,4٪ سنوياً منذ انتخاب جون كينيدي رئيساً في عام 1960. ولذلك، فإن انتظار نفس العائدات الاسمية التي رأيناها في سوق الأسهم منذ عام 1960 هو توقع لأكثر من ذلك بالقيم الحقيقية.

وتعرض الرسوم البيانية لمؤشرات أسعار الأسهم التاريخية في الصحافة غالباً باستمرار بالأرقام الاسمية، وليس بالأرقام المعدلة وفق التضخم المعروضة في الأشكال الموجودة في هذا الكتاب. فقد تزايدت أسعار المستهلك ستة مرات منذ 1960 وسبع مرات منذ 1931. ويدفع هذا التضخم باتجاه تصاعدي لرسوم بيانية تاريخية طويلة الأمد لمؤشرات أسعار الأسهم، إن لم تكن معدلة وفق التضخم. ولذلك لا يبرز السلوك غير العادي لسوق الأسهم الحقيقية عند نهاية الألفية، والصعود الكبير في أسعار الأسهم التي كانت موضحة في الشكل

1 - 1، في الرسوم البيانية التاريخية الطويلة التي نشاهدها في الصحافة. ففي الواقع، يحثنا النظر إلى هذه الرسوم البيانية على التفكير بعدم وجود شيء ما غير طبيعي على الإطلاق في سوق الأسهم.

ربما يكون السبب الذي يدعو كاتبی الأخبار بشكل عام إلى عدم إجراء تعديلات وفقاً للتضخم اعتقادهم أن تعديلات كهذه سرّية ولن يفضلها قراءهم بشكل واسع. وربما هم على حق. إذ لم يكن الجمهور العام قد تعلّم بشكل واسع مادة علم الاقتصاد 101، وقد نسي أولئك الذين لم يتعلموها على الأرجح كثيراً مما تعلموه. ولذلك لم يفهموا الدرس الأساسي والذي لا يتضمن أي شيء طبيعي حول قياس الأسعار بالعملة عندما ترتفع كميات وقيم هذه العملة بشكل كبير وغير ثابت. كما لا تقدّر غالبية الجمهور تماماً أن مقياس مستوى سوق الأسهم الأكثر جدوى هو في حال اتخاذ كمية واسعة من البضائع، كما في المستوى الذي يُقاس عند تعديله حسب تضخم سعر المستهلك.

توسّع نشاط التجارة: مضاربو حسم الأسعار، التجّار اليوميين،

وتجارة الأربع وعشرين ساعة

تضاعف معدل الاستبدال (مجموع الأسهم المُباعة خلال سنة مقسّمة على إجمالي عدد الأسهم) لبورصة نيويورك تقريباً بين 1982 و1999، من 42٪ إلى 78٪. كما يظهر سوق ناسداك، التي تتولّى تبادل أسهم التكنولوجيا العالية، زيادة أكبر في معدل الاستبدال من 88٪ في عام 1990 إلى 221٪ في عام 1999. وربما يكون أعلى معدل للاستبدال مؤشراً لزيادة الاهتمام في السّوق كنتيجة لعوامل أخرى مذكورة هنا. وكان تناقص كلفة عملية التبادل سبباً آخر لارتفاع معدل الاستبدال في سوق الأسهم. وبعد أن انتدبت هيئات السماسرة المتنافسة من قبل مفوضية الأسهم والبورصة «لجنة التبادل والضمان» (SEC) في عام 1975، كان هناك هبوط مفاجئ في معدّلات العمولات، وظهور مضاربي خصم

الأسهم إلى الساحة . وبدأت التطورات التكنولوجية والمؤسسية بالحركة . حيث أدت ابتكارات مثل نظام تنفيذ الأوامر الصغيرة، المقدم من قبل ناسداك في عام 1985، والقوانين الجديدة لمعالجة الأوامر التي صدرت من قبل SEC في عام 1997 إلى انخفاض تكاليف المبادلات أكثر من أي وقت مضى . وأحدث تشجيع أنظمة SEC على دخول عدد متنامي من المستثمرين الهواة إلى الأسواق والذين بإمكانهم القيام بتجارة يومية، أي محاولة تحقيق أرباح من خلال التبادل السريع للأسهم باستخدام أنظمة تنفيذ الأوامر ذاتها المستخدمة من قبل المحترفين .

وقد تزامن النمو المتميز لخدمات التبادل الإلكتروني تقريباً مع الزيادات المذهلة في سوق الأسهم منذ عام 1997. وبناء على دراسة من قبل SEC، كان هناك 3,7 مليون حساب إلكتروني في الولايات المتحدة في عام 1997، وبحلول عام 1999 كان هناك حوالي 9,7 مليون حساب . وربما يشجع نمو التبادل الإلكتروني، الذي تزامن أيضاً مع خدمات المعلومات والاتصالات المعتمدة على شبكة الإنترنت، الانتباه لحظة بلحظة للسوق . وللمبادلات بعد عدة ساعات في البورصات أيضاً القدرة على زيادة الانتباه للسوق، حيث يمكن للمستثمرين متابعة تغيرات الأسعار في غرف معيشتهم خلال أوقات ممارستهم للرياضة .

ويبدو أن للأسعار المضاربة دفع سرعة التطاير في أي وقت يفتح فيه السوق . وتميل أهمية تغيرات السعر لتقل بعد فترتي يومين تتضمن يوماً يكون فيه السوق مغلق (على سبيل المثال، خلال وقت كانت فيه بورصة نيويورك مغلقة يوم الأربعاء) . ولذلك فمن المعقول التوقع بأن اتساع التبادل الإلكتروني وفتح الأسواق لساعات أطول سيرفع من سرعة تطايرها . فسواء كانت سترتفع أم ستهبط فإن مستوى الأسعار هو أقل تأكيداً .

على أية حال، تفترض بعض الحقائق أن التعرض المتكرر لإيراد أمثلة

عن الأسعار ربما يقوم في الواقع بتقليل الطلب على الأسهم. وقد أظهر عالم الاقتصاد شلومو بينارتزي وريتشارد ثالر أن النمط الزمني للانتباه لأسعار السوق يمكن أن يكون له آثار هامة على الطلب على الأسهم. ففي الأوضاع التجريبية، إذا عرضت على الناس بيانات يومية عن أسعار الأسهم فسوف يبدون اهتماماً بالاستثمار في الأسهم أقل مما لو عرضت عليهم العائدات الطويلة الأجل فقط. كما تعزز مشاهدة الجلبة اليومية حول أسعار الأسهم بوضوح الخوف من المخاطرة الملازمة للاستثمار في الأسهم. ولذلك تتجه الابتكارات المؤسسية التي تشجع عرض أسعار السوق بتكرار أكثر لإنباط مستوى السعر في السوق.

ومن جهة أخرى، ربما يكون للتكرار المتزايد لتقديم التقارير الإخبارية عن أسعار الأسهم الذي كان نتيجة للتغيرات الحديثة التكنولوجية والمؤسسية أثر معاكس لذلك الوضع التجريبي المراقب من قبل بينارتزي وثالر. وفي وضع غير تجريبي، حيث لا يكون انتباه الناس مراقباً من قبل مجرب، قد يتجه التكرار المتزايد لمراقبة السعر لزيادة الطلب على الأسهم عن طريق جذب الانتباه إليها. ويُعتبر تغيير انتباه الجمهور عاملاً هاماً وحساساً في تقييم الاستثمارات، وهي النقطة التي سوف نتوسع فيها في الفصل الثامن.

ارتفاع فرص المقامرة

لقد كانت هناك زيادة هائلة في فرص المقامرة في الولايات المتحدة في السنوات الأخيرة. فقد منعت معظم أشكال المقامرة واليانصيب من قبل السلطات في السبعينات من القرن التاسع عشر بعد فضيحة في يانصيب لويزيانا، وأغلق يانصيب لويزيانا الوطني ذاته بشكل عملي بموجب مرسوم من قبل الكونغرس عام 1890 يحظر بيع بطاقات اليانصيب عن طريق البريد. ومنذ ذلك الوقت حتى 1970، اقتصر فرص المقامرة على حلبات السباق، وهو نوع من المقامرة ذي شعبية محدودة إضافة إلى أنه يتطلب السفر إلى موقع السباق.

ولكن بحلول عام 1975، كان هناك ثلاثة عشر يانصيب حكومي، وبحلول عام 1999 كان هناك سبع وثلاثون، والذي يقدم طرقاً سهلة ومرضية للمراهنة. وحتى عام 1990، اشتغلت الملاهي التي منحت رخصاً فقط في نيفادا وأتلانتيك سيتي. ومع عام 1999 كان هناك حوالي مئة كازينو ظاهر و250 كازينو في الفنادق في المناطق الهندية. وطوال الفترة ذاتها، توسعت أيضاً المراهنات على حلبات السباق بشكل كبير، مع التحديث في المراهنات البعيدة عن حلبة السباق، والتي تعتمد على البث بواسطة الأقمار الصناعية للسباقات. حيث أصبحت المراهنات عن طريق الإنترنت والبث التلفزيوني ممكنة من المنزل. وأصبح هناك أيضاً إنتاج لوسائل المراهنة الإلكترونية، مثل آلات ألعاب الحظ، ألعاب الفيديو، لعبة البوكر ولعبة الكينو، وغيرها من وسائل اللعب الفردية. وتوجد هذه الألعاب في بعض الولايات في محطات توقف الشاحنات، والاستراحات ومنافذ اليانصيب. ولم يسبق مثيل لانتشار فرص المقامرة وملاءمتها، وفعالية الحملات الدعائية التي تُعنى بالترويج للمقامرة، في تاريخ الولايات المتحدة. فبحسب التقرير المُعد من قبل الهيئة الوطنية لدراسة آثار المقامرة، نلاحظ أن 125 مليون أمريكي قد قاموا في عام 1998 - على شكل يظهر معظم السكان البالغين وكأنهم مقامرين محترفين. وعلاوة على ذلك، هناك 7,5 مليون أمريكي يعانون من مشاكل مقامرة أو أنهم مقامرون مدمنون بشكل مَرَضِي.

إن ظهور مؤسسات المقامرة، والتكرار المتزايد للمقامرة الحقيقية، له آثار هامة محتملة على ثقافتنا وعلى التوجهات المتغيرة تجاه المجازفة في مناطق أخرى، كالاستثمار في سوق الأسهم. وإن تقنين المقامرة بشكل يانصيب وطني قد نُظر إليه في بعض الأحيان على أنه نوع من الدعم للأعمال غير الشرعية أكثر من العمل على الحلول مكانها، ولهذا قد يروج أيضاً لنشاطات تشبع نزوات المجازفة. حيث تخدم المقامرة الممانعات الطبيعية لدى الشخص تجاه المجازفة، وإن بعض عقود المقامرة، كاليانصيب بالتحديد، يشبه ظاهرياً حال

الأسواق المالية: يقوم أحدهم بعمل ما على الحاسب، ويتلقى الآخر وثيقة م (بطاقة اليانصيب)، وفي حالة ما يسمى الشعارات الضخمة، يشرك أحد شخص ما في ظاهرة وطنية متحدث عنها بشكل كبير. وعند اكتساب عادة المشاركة في مقاومة كهذه، سيصبح من الطبيعي التدرج إلى شكلها المتطور، وهو المضاربة بالأسهم.

وكانت الفترة التي كانت فيها سوق الأسهم الأمريكية في أقصى حالات سرعة التطاير منذ عام 1929 إلى عام 1933، وذلك عندما كان ارتفاع السُّوق أكثر بمرتين من أي رقم وصلت إليه سابقاً. وقد ظهرت هذه الفترة من سرعة التطاير خلال «حالة جنون بالمقامرة» لم تحدث فقط بسبب التشريعات وإنما بسبب الجريمة المنظَّمة التي قد أحدثت بشكل غير متعمد من خلال حظر المشروبات الكحولية خلال الفترة ما بين 1920 - 1933. إذ وجدت العصابات الإجرامية التي نمت بعد عام 1920 لإرضاء عطش الشعب للمشروبات الكحولية أن من الطبيعي أن يتوزعوا على الألعاب الرقمية أو الحانات للعب الروليت. وهكذا فقد طوّرت الجريمة المنظَّمة نظاماً حديثاً وفعالاً للتوزيع والتسويق والبيع، لتزويد شريحة كبيرة من الشعب بالمشروبات الكحولية، وذهبت إلى أبعد من حصونها المجاورة التقليدية، وهذه البنية التحتيّة نفسها التي تخدم نشاطات المقامرة غير القانونية على نطاق أوسع. ومن المؤكّد أن عدم الاحترام الواسع النطاق للقانون المعزّز بالحظر قد ساعد في تشريع المقامرة.

إن التحوّل من المقامرة إلى سرعة التطاير المالية يمكن أن يحدث بسبب المقامرة، وإن المؤسسات التي تروّج لها، تنتج توقعات موسّعة لسعي الفرد نحو تحقيق حظ جيد، وتزيد من الاهتمام في كيفية أداء المرء بالمقارنة مع الآخرين، وطريقة جديدة لإثارة شعور الفرد بالسأم والرتابة. ونحن معرّضون اليوم باستمرار لإعلانات غاية في الاحتراف والتي تحاول أن تصوّر المقامر النموذجي، وإرضاء للذات معبر عنه من قبل ممثلين محترفين. كما أن هذه

الجهود التسويقية تشجع السلوك الطائش بالمجازفة في سوق الأسهم أيضاً. وربما تكون إعلانات كهذه جلية المرامي تماماً.

الخلاصة

بالعودة إلى قائمة العوامل المترسبة المحتملة لازدهار سوق الأسهم، من المفيد التذكّر أنه ليس هناك علم ذائع محكم للتسعير في سوق الأسهم. رغم إحراز علماء الاقتصاد مؤخراً تقدماً في فهم الأسواق المالية، إلا أن تعقيد الحياة الواقعية مستمر.

إن للعديد من العوامل السابقة خاصية إرضاء الذات، وهنا تكمن صعوبة، إن لم تكن استحالة، وضعها ضمن تفسيرات علمية تنبؤية. ومع ذلك فإن العديد منها لديه أيضاً مميزات لا تقبل الجدل. وقد ظهرت ثورة الإنترنت، التجارة الإلكترونية، الكونغرس الجمهوري، والتخفيضات المحتملة في ضريبة العائد على رأس المال فقط عندما بدأت السُّوق بتنقّس الصعداء. كما تزامنت عوامل أخرى، بما فيها ظهور خطط المساهمة في التقاعد، نمو صناديق التمويل المشترك، انخفاض التضخم، وتوسّع حركة التجارة، بوضوح مع الأحداث التي تبرز منذ انهيار السُّوق عام 1982. وعلاوة على ذلك، فإن ثقافتنا تعكس بوضوح التطورات المستطردة التي ترافقت مع جَيْشان السُّوق. وكمثال على ذلك، كشفت الدراسات أن درجة المادّة قد تصاعدت بشكل ثابت في الأجيال الماضية، وساهمت الحماسة النضالية التي تلت انتقال السلطة من الشيوعية بثقتنا في نظام السُّوق، وربما الأمر أكثر أهمية، أن المقامرة كانت في ازدياد خلال التسعينات من القرن العشرين. والعديد من هذه العوامل حاضرة في أوروبا وفي بلدان أخرى كما في الولايات المتحدة، وإن نظرية تقول بأنها مسؤولة عن ثورة سوق الأسهم في الولايات المتحدة قد لا ترتبط منطقياً مع حقيقة ثورة الأسواق في تلك البلدان الأخرى.

وبالتأكيد فإن العلاقة المتبادلة وغير السببية، لا يمكنها أن تفسّر على هذا النحو. ولكن عندما تكون الانفعالية واللاعقلانية أو غيرها، هي الحالة السائدة اليوم، فمن الضروري الأخذ بالحسبان علم نفس إرضاء الذات في الأسهم عند اتخاذ قرارات السياسة التي ستؤثر على مجتمعنا لعقود قادمة.

ثالثاً

توسيع التقنيات، عمليات بونزي، الحادثة بشكل طبيعي

في الفصل السابق قمنا بفحص عدد من العوامل المتباينة التي عجلت حدوث الفقاعة المضاربة الحالية . وفي هذا الفصل نأخذ بعين الاعتبار كيفية تضخم تأثير هذه العوامل بواسطة آليات تتعلق بثقة المستثمر، توقعات المستثمر حول أداء السُّوق المستقبلي، والتأثيرات ذات الصلة على طلب المستثمر للأسهم. ومن أجل تقديم قرائن ودلائل ملموسة، سنقوم أولاً بفحص الدلائل حول ثقة المستثمر وتوقعاته .

إن الآليات المضخمة تعمل من خلال نوع من حلقة المردود: حيث سنقوم بشرحها لاحقاً في هذا الفصل كنوع من عمليات بونزي طبيعية الظهور . حيث أن ثقة المستثمرين وتوقعاتهم المدعومة بارتفاعات الأسعار السابقة، تدفع الأسعار إلى الصعود، وبذلك تجذب مستثمرين أكثر من أجل فعل المثل، وبالتالي تتكرر الدورة مرة بعد أخرى، محدثة استجابة مضخمة للعوامل المترسبة الأصلية . وقد ذكرت آلية المردود بشكل واسع في خطبة عامة على

أنها فرضية علمية ليس إلا، والتي عادة تعتبر غير مبرهنة. وفي الحقيقة، هناك بعض الدلائل التي تدعم آلية مردود كهذه، كما سنرى.

الثقة العالية للمستثمر

إن الخاصية الملفتة للنظر للسوق النشطة الحالية هي ثقة المستثمر العالية في سوق الأسهم. ففي نشرتي للتقرير الاستفتائي في عام 1999 لعينات عشوائية لأشخاص أثرياء في الولايات المتحدة، ظهر أن معظم الناس يؤمنون بأن الأسهم هي الاستثمار الأفضل على المدى الطويل. وكانت إحدى الأسئلة في النشرة، والنتائج من 147 مجيب في عام 1999، كالتالي:

- 1 - موافق بشدة 76٪
- 2 - موافق نوعاً ما 20٪
- 3 - حيادي 2٪
- 4 - غير موافق نوعاً ما 1٪
- 5 - غير موافق بشدة 1٪

من الواضح أن الموافقة على هذا السؤال قوية جداً. إذ أن نسبة 96٪ كاملة من المجيبين وافقوا نوعاً ما على الأقل في عام 1999. كما إن نسبة من وافقوا بشدة في عام 1999 هي أيضاً كبيرة، وهو بشكل عام سؤال شخصي كما بالنسبة لاستراتيجيات الاستثمار. فقد أعتاد العديد من الناس على الاعتقاد (كمثال، في السبعينات والثمانينات) أن العقارات كانت الاستثمار الأفضل أو (كمثال، في اتخاذ قرارات حول الاستثمار للتقاعد قبل ازدهار السوق الحالي) أن السندات الحكومية كانت الاستثمار الأفضل. وربما يعتقد أحدهم أن أكثر من عدد قليل من المجيبين سيعتقد أن الاستثمار في الذهب أو الماس أو الأصول الأخرى، الاستثمار في التحف أو الفن، أو حتى الاستثمار في التعليم أو تطوير الذات سوف يكون الاستراتيجية الأفضل. ولكن لا: فقد اتفقت الغالبية على سوق الأسهم.

بالتوازي مع هذه النظرة هناك شعور بأن سوق الأسهم هو مكان آمن جداً. وكان السؤال الآخر في النشرة، والنتائج لـ 147 مجيب في عام 1999، كالتالي:

كم أنت متفق مع هذه المقولة؟ «إذا كان هناك انهيار آخر كانهيار 19 تشرين الأول 1987، سوف تعود السُّوق بالتأكيد للارتفاع إلى مستوياتها السابقة خلال عدة سنوات أو أكثر».

1 - موافق بشدة	74%
2 - موافق نوعاً ما	44%
3 - حيادي	3%
4 - غير موافق نوعاً ما	5%
5 - غير موافق بشدة	1%

وهكذا فإن هناك ميل كبير لإظهار الاتفاق مع هذه المقولة: 91% من المستثمرين الفرديين الأثرياء وافقوا على الأقل نوعاً ما في عام 1999. وليس هناك من أحد تقريباً لم يوافق تماماً، كما كان ينبغي إن لم يؤمنوا بأن الأسواق لا يمكن التنبؤ بها. أما عندما سألت هذا السؤال نفسه للأشخاص الأثرياء في عام 1996، كانت هناك 135 إجابة، و82% منهم كانوا موافقون نوعاً ما.

ومن الملفت للنظر بأن الناس لا يؤمنون بعكس مقدمة الأسئلة السابقة: إنهم لا يؤمنون بأن السُّوق سوف تعود بالتأكيد إلى الوراء خلال عدة سنوات إذا اتجهت صعوداً بشكل مثير، كما فعلت حديثاً. ويبدو إيمانهم بمرونة السُّوق مندفعاً من شعور عام بالتفاؤل والثقة، أكثر من مجرد كونه إيمان بالاستقرار الطويل الأمد للأسعار.

كما نرى الآن، بعد النظر إلى الإجابات عن هذين السؤالين، الثقة العامة غير العادية في سوق الأسهم التي تشكّل أساس التقييمات للسوق المعاصرة. إذ يبدو أن الناس يعتقدون أنهم قد اكتشفوا استثماراً آمناً ومربحاً، استثماراً لا

يمكن أن يخسر. وهم لا يدركون المخاطر الحقيقية لهبوط السوق، وهذا يفسّر نيّتهم في شراء السهم حتى عندما يبالغ في تقييمها بشكل كبير، وفق مقاييس عادية مثل معدلات السعر - العائدات.

وعلى الرغم من قيامي بإنقاذ مستثمرين منذ منتصف الثمانينات، إلّا أنه لم يخطر لي أن أسأل هذه الأسئلة حتى عام 1996. أعتقد أنني لم أفكر بأن أسأل قبل ذلك فيما لو كان المستثمرون قد اعتقدوا بأن انهيار السوق سوف ينعكس بالتأكيد لأنه لم يكن هناك دليل لهذا التفكير التفاؤلي للمستثمر بشكل مُعلن عندها. ولذلك ليس لدي أية وسيلة للإثبات بأن الجمهور لم يكن يؤمن حتى في ذلك الوقت أن أي انهيار لسوق السهم سوف ينعكس بالتأكيد بسرعة. وقد قمت على أية حال، بطرح أسئلة مشابهة نوعاً ما بدءاً من عام 1989. فكانت الأسئلة والنتائج لعام 1999 من قبل 145 مجيب من الأثرياء، إضافة لنتائج عام 1996 من قبل 135 مجيب ونتائج عام 1989 من قبل 116، كالتالي:

إذا هبط مؤشر داو جونز 3٪ غداً، سأخمن بأن الداو جونز بعد غد سوف:

1989	1996	1999	
35٪	46٪	56٪	يرتفع
34٪	24٪	19٪	ينخفض
13٪	18٪	12٪	يبقى على حاله
18٪	11٪	13٪	لا أدري

إن نسبة الذين اعتقدوا في عام 1999 بأن الداو جونز سوف يرتفع تساوي تقريباً ثلاث مرّات نسبة الذين اعتقدوا بأنه سوف ينخفض. لكن لم يكن الأمر كذلك دائماً. ففي عام 1996 كان هناك حوالي نسبة 2 إلى 1 بين نسبة من توقعوا الارتفاع ونسبة من توقعوا الانخفاض. وفي 1989، كانت نسبة الذين توقعوا الارتفاع تساوي تقريباً نسبة من توقعوا الانخفاض. ولذلك، خلال فترة العشر

سنوات هذه، من الواضح أنه كان هناك زيادة كبيرة في الثقة بين المستثمرين الفرديين والتي ستقلب بسرعة عند هبوط السّوق في أحد الأيام.

كما أن هناك بعض الوقائع التي تفترض أن العديد من الناس في عام 1929 قد شعروا بأنهم متأكدين على حد سواء حول الانقلابات لانخفاض مستويات سوق الأسهم. وعلى الرغم من أنه ليس لدينا بيانات من تقرير استفتائي لذلك الوقت، فلدينا تقديرات حديثة لثقة المستثمر. فقد كتب فريدريك لويس آلان في مذكراته لعام 1931 عن سنوات العشرينات، «فقط البارحة»:

عندما ينظر الناس إلى الوراء إلى حوادث صيف عام 1929، فقد كان عزاؤهم التذكّر بأن كل انهيار في السنوات القليلة الماضية قد رفع الأسعار في النهاية إلى نقطة عالية جديدة. خطوتان إلى الأعلى، خطوة إلى الأسفل، ومن ثم خطوتان إلى الأعلى ثانية - وهذا كان حال السّوق. فإذا كنت قد بعت، كان عليك فقط أن تنتظر الانهيار التالي (حيث يأتي كل بضعة أشهر) لشتري ثانية. ولم يكن هناك بالفعل سبب للبيع إطلاقاً: إذا كنت ستربح في النهاية، إذا كانت أسهمك موثوقة. وكما ظهر فإن الرجل الحكيم حقاً كان الذي «اشتري وانتظر».

بعض الانعكاسات على ثقة المستثمر

من المهم الأخذ بعين الاعتبار طبيعة، وأيضاً مصادر، ثقة المستثمر الحالية هذه، ليس فقط من أجل فهم الوضع الحالي ولكن أيضاً من أجل أن نتوصّل إلى نقاش، لاحقاً في هذا الفصل، حول حلقات المردود. إذ سنرى بأن حلقات المردود التي تعزّز ثقة المستثمر تظهر في سياق بيئة نفسية واجتماعية معقّدة.

فمن أين أتت للناس الفكرة، بأنه إذا كان هناك انهيار، فإن السوق ترتفع بالتأكيد إلى مستويات سابقة خلال بضعة سنوات أو ما إلى ذلك؟ إن التاريخ حتماً لا يفترض هذا. وهناك العديد من الأمثلة عن أسواق أظهرت أداء ضعيفاً خلال فترات طويلة من الزمن. وللاستعانة فقط بمثال حديث، إن مؤشر نيكاي في اليابان ما زال يبيع بأقل من نصف قيمته العليا في عام 1989. كما تطرح أمثلة أخرى في الفترة ما بعد قمم السوق في 1929 و1966 في الفصل الأول. ولكن هذه الأمثلة عن الأداء السيئ المتواصل في سوق الأسهم ليست جلية في أذهان الجمهور.

وأحد أسباب وضوح الأداء الحالي للسوق المحلية أكثر في أذهان المستثمرين هو ببساطة أنهم قد خبروا أسعار هذه الأسهم المحلية كل يوم؛ لقد شاهدوا وتفاعلوا مع صعود السوق الأمريكية منذ عام 1982. كما أن المستثمرين الأمريكيين اليوم ليس لديهم ذات الخبرة مع الأسهم اليابانية، أو مع السوق الأمريكية في العقود الماضية. ويركّز العديد من الناس انتباههم على روايات عن ارتفاع أسعار الأسهم في الصحف كل يوم، ويبدو أنهم قد انتهوا بشعور حدسي بأن أي انخفاض يكون انعكاسياً، سيتبع بسرعة بارتفاعات جديدة. حيث أن ذات القدرة من الإدراك النمطي الإنساني التي استعملناها عندما تعلمنا ركوب الدراجة أو قيادة السيارة، معطية إيانا حساً حدسياً بتوقع ما يمكن أن يحدث، تستعمل في توقعاتنا للسوق. أما بالنسبة لمستثمرين في العشرينات، الثلاثينات أو الأربعينات من عمرهم، فإن هذا التوجّه التصاعدي قد أصبح حاضراً خلال معظم السنوات التي كانوا يراقبون فيها السوق أو يستثمرون فيها.

إن الخبرة الذاتية خلال سنوات من مشاهدة سوق الأسهم تنخفض باستمرار أمامهم لها تأثير نفسي على اعتقادنا بأنه من الصعب التقدير، أو إعادة التأسيس وراء الحقيقة. وأولئك الذين تنبؤوا باستمرار الانخفاض أصبحوا مدركين بأسى للخسارة في السمعة بسبب كونهم مخطئين غالباً. حيث أن رضانا

عن آرائنا عن العالم هو جزء من احترام الذات وهويتنا الشخصية، ومن الطبيعي أن للتشاؤم السابق إرادة الاستقرار على رأي مختلف، أو على الأقل تقديم أنفسهم للجمهور بفكرة مختلفة. ولذلك فإن البيئة الانفعالية المتغيرة سيكون لها تأثير على آرائهم - أو حتماً تعبيراتهم - المستقلة عن أي وقائع محسوسة تدعم أو ترفض تلك الآراء.

حتى وإن لم يكن المستثمرون قد أعاروا اهتماماً شخصياً لسوق الأسهم منذ عام 1982، فإن مستثمري اليوم يعيشون في وقت ومكان حيث يكون التعبير عن مشاعر الآخرين الذين قد خبروا السوق صعب بشكل عام. ومن المفيد، من أجل تقدير هذا الحس، أن نستشهد ببرهان أحد الأشخاص ضد توقيت السوق، من كتاب «داو 40,000» عام 1999 لديفيد إلياس:

إن مثلاً على ما يمكن حدوثه عندما يقوم فرد بالانتظار حتى يؤثر مؤشر داو جونز إلى الوقت الأمثل من أجل الاستثمار هو القصة البطولية لجو، صديق لي. فقد بدأ جو بالاتصال بي في عام 1982 عندما كان مؤشر الداو جونز فوق 1000، باحثاً عن الوقت المناسب لشراء الأسهم. وعلى مر السنوات، استمر في البحث عن انسحاب منظم يمكن أن يكون لحظته الأفضل. واليوم، في الثانية والستين من عمره، ما زال جو يحتفظ بماله مرصوفاً في حسابات البنك. ولقد أضاع كامل فترة ازدهار السوق وكافة نقاطها الألفية. وحتى الآن، فهو لا يدرك أنه لن يوجد أبداً وقت أمثل. وعندما تتعافى السوق من الانسحاب المنظم، فإنها عادة ما تنتقل إلى ارتفاعات جديدة.

إن هناك شيء مقنع ظاهرياً في هذا المقطع، خاصة عندما يترافق، كما في الفقرة التالية من كتاب إلياس، مع أشكال توضيحية لقوة تأثير الفائدة المركبة عندما تكون العائدات مرتفعة (كما أصبحت حديثاً في سوق الأسهم)، بافتراض

أن سوق الأسهم هي فرصتك لتصبح حقيقة ثرياً. إن للقصة بداهة عاطفية لا تحتاج إلى برهان، كما هي القصة عن خطأ في القيادة أدى إلى حادث كبير أو قصة عن مزايا الحصول على علاوة من المدير.

وهناك سبب ذو صلة بسبب كون الجدل حول قصة كهذه بهذه الأهمية، وهو، عن طريق تقديم الاستثمار الناجح على أنه عملية التحكم في الدوافع الداخلية لشخص ما أكثر من أن يكون الأخذ بالحسبان لوضعنا الحالي في التاريخ، بأنه يدعو القارئ لنسيان ما هو خاص حول الوقت الحالي ضمن وضع مستوى السوق. حيث يفكر الأشخاص العاديون كثيراً حول التحكم بحافزهم الخاص، مثل تفكيرهم بتربية أنفسهم على العمل الجيد الأفضل من الانغماس في الملذات، وحول بقائهم رشيقين أفضل من أن يصابوا بالسمنة، ومثل هذه الجدالات التي تجذب المرء إلى التحكم بالذات لها صدى أكثر من المقالات حول تاريخ معدلات السعر - العائدات. إن أهمية جدال إلياس هو كونه أيضاً يحضر إلى الذهن ألم الندم، السبب العاطفي الذي لدينا للاستثمار الآن، وهي النقطة التي سوف أعود إليها لاحقاً في هذا الفصل. وعندما يصبح النقاش منفصلاً كثيراً عن تحليل البيانات التاريخية، فإن أثر البيانات الحقيقية الوحيد على تفكير الأشخاص هو إحساس مبهم بأن السوق لديها دائماً انخفاضات معاكسة، من خلال المعاينة العرضية لبيانات حديثة جداً.

إن العديد من الروايات الإعلامية تقوم بشكل روتيني بسرد قصص عن الرضى الذي يشعر به من استمروا في الأسهم في السنوات السابقة، مع الاقتراح الواضح للقارئ بأن «بإمكانك أن تفعل ذلك أيضاً». وللاستشهاد بواحد من بين الكثير من الأمثلة، فقد تضمنت مقالة في عام 1999 في مجلة USA Weekend، وهي مجلة وطنية أسبوعية تصدر كل أحد تدرج ضمن الصحف، مقالاً بعنوان «كيف تصبح ثرياً بالفعل في أمريكا». وتقدم المقالة أمثلة عن نجاحات المستثمرين وقصة افتراضية عن طالبة جامعية تبلغ من العمر عشرين عاماً تحصل

على 30,000 دولار في السنة مع زيادات سنوية حقيقية في الدخل 1٪. إذا قامت بادخار 10٪ فقط من دخلها واستثمرت المدخرات في ضريبة لمؤشر ستاندرد أند بورز يجمع عائدات حقيقية بعيدة عن الخطورة بنسبة 8٪ (معدلة وفق التضخم). كما لا يوجد ذكر لإمكانية ألا يكون العائد عالياً بمرور الوقت، وأنها قد لا تصبح في النهاية مليونيرة. وكذلك ظهرت مقالة بعنوان بسيط جداً، «على كل شخص أن يكون ثرياً»، في صحيفة Ladies Home Journal في عام 1929. فقد أظهرت المقالة بعض الحسابات المشابهة، ومع ذلك فقد حذفت لتوضيح إمكانية أن يسير أي شيء بشكل خاطئ على المدى الطويل. إلا أن المقالة أصبحت رديئة السمعة بعد انهيار 1929.

ولكن نادراً ما تعرض هذه النقاشات التي تبدو مقنعة للزيادات المحتملة في سوق الأسهم في الخلاصة، وعوضاً عن القصص في السياق حول المستثمرين الناجحين أو غير الناجحين، وغالباً مع صوت خفيض يفترض التفوق الأخلاقي لهؤلاء الذين استثمروا بشكل جيد. وقد نشأ إعجاب كبير لدى الجمهور تجاه الذين يصنعون المال بصبر وبيطء، غير آبهين بتقلبات السوق. وتطوّرت هذه الفكرة في العديد من الكتب الشعبية. والملاحظ من بينها هو «المليونير في الجوار: الأسرار المدهشة لأثرياء أمريكا» تأليف توماس ستانلي ووليام دانكو، والذي كان من ضمن قائمة الكتب الأكثر مبيعاً وفق نيويورك تايمز New York Times لثمانية وثمانين أسبوعاً بعد نشره في عام 1996 واستمر على قائمة الكتب الورقية الغلاف الأكثر مبيعاً لمجلة التايمز. كما بلغت مبيعات الكتاب فوق المليون نسخة، إذ يمجد فضائل الصبر والتشّف.

في الواقع إن قصصاً كهذه عن المستثمرين الصبورين تجاوزت حدود الولايات المتحدة. ففي ألمانيا، إن الكتاب الأكثر مبيعاً في عام 1999 «الطريق إلى الحرية المالية: كيف تصبح مليونيراً في سبعة سنوات» تأليف بودو شيفر، قد يضع فترة سبع سنوات للمستثمرين ويعطي ما يسمى بالقواعد الذهبية العشر

الأولى كمثل على أن أي انخفاض في سوق الأسهم ينبغي أن ينقلب سريعاً. كما كرّس كتاب ألماني آخر في عام 1999، «لا خوف من الانهيار التالي: لماذا لا يمكن هزم الأسهم كاستثمارات طويلة الأجل» تأليف بيرند نيكوت، نفسه بشكل كامل لفكرة أن الاستثمار الصبور في الأسهم يربح دائماً.

عند استعراض التعابير العامة للثقة في السوق، سواء أكانت في التسعينات أو في العشرينات، وفي محاولة فهم شعور الناس حيالها في ذلك الوقت، فمن المهم أن نبقي في أذهاننا أنه في معظم الحالات لا تكون عبارات الثقة في سوق الأسهم التي نراها النقطة المحورية للانتباه في السياق الذي تظهر به. ولذلك، على سبيل المثال، حققت سوز أورمان، مستشارة استثمارية ناجحة جداً في التسعينات ومؤلفة لكتب تُعد من بين الأكثر بيعاً، من خلال كتاب مثل «الخطوات التسع للحرية المالية» (1997) و«شجاعة أن تكون ثرياً: تكوين حياة صادقة من المادية والروحانية» (1999)، لنفسها سمعة مميزة في التلفزيون، حيث ظهرت غالباً في برامج مقابلات مثل برنامج أوبرا وينفري، وركزت على الخطوات العاطفية والروحانية التي ينبغي على المرء القيام بها لتحقيق ثروة. وكانت نصيححتها الأساسية هي التخلص من الديون والدخول في مجال الأسهم، ولم يكن مثالها عن قوة الفائدة المركّبة مع معدل عائدات 10٪ فقط ما تركّز عليه الاهتمام. حيث أن معظم جمهورها مهتم جزئياً برسالتها الروحانية، ومواجهة صعوباتهم في الادخار هو الهدف ومركز الاهتمام بالنسبة إليهم. كما أن افتراضها بأن السوق سوف تولد بالتأكيد عائدات 10٪ في السنة هو مجرد معلومات أساسية ليس لدى قرائها أو مشاهديها الوقت أو الرغبة في تفحصها. ومع ذلك فإن إعادة التي تحب هي وغيرها أن تقدّمها لهذا الافتراض يرقيه إلى حالة من الحكمة التقليدية.

وهناك عوامل أخرى وراء ثقة المستثمر القوية اليوم - وهي عوامل شغلت تفكيرهم. وأحد العوامل الهامة هي الارتفاع الثابت في مؤشر سعر المستهلك

(CPI)، المذكور في المقطع السابق، والذي وضع ضغطاً على جميع الأسعار ولذلك يميل لمحو الانخفاضات الضئيلة في أي سوق مضارب. وهكذا يكذب التضخم بالنتيجة الحقيقية التي تقضي بأنه بالتكاليف الحقيقية المعدلة وفق التضخم فإن الأصل المضارب قد لا يكون قد استعاد قيمته الحقيقية. ويعيد الناس اليوم التفكير بالتجربة التي مرّوا بها فيما يتعلق بمنازلهم. ففي شمال شرق الولايات المتحدة، على سبيل المثال، حيث انخفضت أسعار المنازل في بداية التسعينات، فقد عادت أسعار المنازل في مناطق عدة إلى قممها في 1988 - 1990. ويميل الناس لينسوا حصول تضخم بنسبة 25 - 30٪ في مؤشر سعر المستهلك CPI منذ ذلك الوقت، ولذلك فإن قيم المنازل الحقيقية (المعدلة وفق التضخم) لا تزال منخفضة. وبالطبع، فإن هذا الشعور ينبغي أن يقل مع نسبة التضخم الأدنى اليوم، ولكن لا يزال لدى الناس ذكريات عن أجواء التضخم الأعلى، وسوف يحتفظون بها لمدة من الزمن. أما الوضع الحالي فقد يؤدي إلى تقييم عالي للسوق بشكل خاص، مع التضخم الأدنى الشديد والذي لا يزال إيجابياً: فالناس متفائلون بالاقتصاد المستقبلي بسبب التضخم المتدني، ولكنهم لا زالوا يتوقعوا نفس الميل لأسعار الأسهم للارتداد من الانخفاضات التي لاحظوها خلال الفترات التضخمية.

وهناك عامل آخر هام وهو التوسع الاقتصادي الشائع، وهو التوسع الأطول في زمن السلم في تاريخ الولايات المتحدة. فقد رفض هؤلاء الناس الذين توقعوا ركوداً تقريباً كما رفض أولئك الذين توقعوا انخفاضاً في سوق الأسهم، وهذا يفيد فقط كتأكيد حدسي مستقبلي لنظرة تفاؤلية للسوق. وبالفعل فإن الدليل الذي نراه عن الثقة العامة بسوق الأسهم يعكس دليلاً عن الثقة بالاقتصاد الكلي. وقد اقتربت قياسات ثقة المستهلك لكل من لجنة المؤتمر ومركز بحث التقرير في جامعة ميشيغن Michigan من المستويات المسجلة في السنوات الحديثة.

دليل للتوقعات الثابتة بالرغم من السوق الصاعد

في تقارير عن المستثمرين، وجدت بأن السوق الصاعد الحالي لم يقلل معدل التوقعات. إذ أسأل المستثمرين، في أسئلة غير محدودة، عن توقعاتهم عن معدل داو في آفاق مختلفة. ولا أطلب منهم أن يختاروا من بين فئات أو مستويات عن زيادة السعر. بل عليهم أن يعطوا رقماً خاصاً بهم، بدون أية اقتراحات. وفي تقارير عن المستثمرين الفرديين ذوي الدخل العالي، في 1989، كان معدل التغير المتوقع لسنة في داو 0,6٪. وفي 1996، كان 5,0٪ وفي 1999 كان 4,6٪، أي نفسه تقريباً في 1996. ولذلك فعلى الرغم من سوق الأسهم المرتفع بشدة خلال العقد الماضي، فإن معدل التوقعات بين المستثمرين الفرديين ذوي الدخل العالي كان يرتفع كلياً أيضاً منذ عام 1989. وبين المستثمرين المؤسسيين، لا أجد أي اتجاه معين للتوقعات من أجل عائدات سوق الأسهم لسنة قادمة، ولذلك فهم أيضاً لا يشبّطون بالسوق الأعلى.

وقد يفاجئ البعض باعتدال معدل التوقعات المعبر عنها اليوم. انظر إلى الأسئلة الفردية، إذ يبدو من الواضح سبب تدني المعدل. إذ يجيب معظم المستثمرون بأن السوق سوف يزداد بنسبة 10 - 15٪ خلال السنة التالية، وهو معدل العائدات الاسمية التاريخي خلال الخمس عشرة سنة الماضية. بينما يجيب القليل منهم بأنه سوف يعمل على نحو أفضل من ذلك. وتقريباً يجيب ثلث المستثمرون الفرديون بأن السوق سوف ينخفض، نموذجياً بنسبة 10٪، ومنهم من يقول 20٪. ولذلك بالتوازي مع هذه الإجابات، فإن معدل التوقعات كان تقريباً زيادة سعر السوق بنسبة 5٪. وفي عام 1989، اعتقد العديد من المحييين بأن السوق قد ينخفض بنسبة 40٪ أو 20٪، وهكذا كان معدل التوقعات بالنسبة للسوق بدرجة الصفر تقريباً.

كما أنه ليس من المفاجئ بأن يجيب بضعة أناس بأنهم يتوقعون أن يرتفع السوق بنسبة 20٪ أو 30٪ في السنة التالية. وهذا ليس جواباً معتبراً تماماً،

وليس من المتوقع أن يتم إثباته في حسابات وسائل الإعلام. والشيء المعتبر لقوله هو بأنه سوف يستمر بإصدار العائدات المثيرة نفسها التي كانت لديه في المعدل في السنوات الثلاثين الماضية أو أكثر. كما أنه من الجيد أن نقول بأنه قد يكون هناك تصحيح - ويسمع أحدهم ذلك في وسائل الإعلام - ولهذا هناك تنبؤات بانخفاض من قبل بعض المجيبين. ولكن هل يعتقد الناس في الواقع بالأجوبة التي يكتبونها في الاستفتاء؟ ربما لا يعلم العديد منهم ما عليهم تصديقه، ومن الممكن أن يعتبروا أجوبتهم الخاصة جيدة تماماً كأي أمر آخر يعتقدون به.

وقد نقلت تسجيلات بين ويبر/ غالوب (Paine Webber/Gallup) معدل توقعات أكثر تفاؤلاً بين المستثمرين الفرديين. وقد أظهرت تقاريرها في حزيران 1999 بأن هؤلاء المستثمرون توقعوا عائدات بنسبة 15% بالمعدل في سوق الأسهم خلال الأشهر العشرين التالية. ويبدو هذا توقعاً تفاؤلياً، أعلى بكثير مما هو في تقاريري. وقد ترتبط الاختلافات في النتائج بالاختلافات الدقيقة في الصياغة. إذ كان سؤالهم: «بالتفكير بسوق الأسهم بشكل عام أكثر، ما هي النسبة الكلية للعائدات التي تعتقدون بأن سوق الأسهم سيقدّمها للمستثمرين أثناء الأشهر العشرين القادمة؟» أما سؤالي فكان: «كم تتوقعون أن يكون التغير في تعابير النسبة المئوية فيما يلي» ضع + على الرقم الذي تعطيه للدلالة على الزيادة المتوقعة، وإشارة - للدلالة على التناقص المتوقع، واترك فراغاً حيث لا يمكنك التحديد، ولهذا يقدم الاستفتاء حيزاً لإعطاء أجوبة عن المعدل الصناعي داو جونز لشهر واحد، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة وستين. وهكذا يمكنك أن تلاحظ الاختلافات في صياغة السؤالين. وربما يقترح ذلك للمجيبين بأنه ينبغي أن تكون العائدات رقماً إيجابياً. فقد سألت عن تغيّر السعر بالنسبة المئوية. وأشار سؤالي إلى إمكانية أن يكون الرقم سلبياً. إذ أنه يمكن أن تكون الأجوبة على أسئلة التقارير مرتبطة بالصياغة (حتى لو لم تتغير الصياغة عبر

الوقت في الاستفتاءات، فقد تكون التغيرات في الأجوبة مع الوقت دلالة على اتجاه التغيرات في التوقعات).

لقد أعدت إدارة موجودات مونت جومري Montgomery Asset Management تقاريراً فصلية لمستثمري الموارد المالية المتبادلة في عام 1998 تسربت بشكل كبير إلى الصحافة أوردت فيها توقعات مسرفة التفاؤل فيما يتعلق بسوق الأسهم. وقد استنتج أحد التقارير بأن تلك التوقعات كانت تدعي حصول نسبة زيادة قدرها 34٪ في معدل العائدات خلال السنوات العشر التالية. وعلى أية حال، كانت أساليبهم خاطئة بشكل واضح، كما ظهر في مقالة في صحيفة وول ستريت Wall Street Journal. فلم يوضح السؤال الذي طرح على من قبلهم فيما لو كان ينبغي تحديد عائدات سنوية للسنوات العشر التالية أو العائدات الكلية لعشر سنوات، وهو ليس بتوقع عالي. وعلاوة على ذلك، فقد كانت التوقعات الوسطية المنقولة فقط 15٪ سنوياً، ولذلك فلا بد أن يكون معدل توقعاتهم بنسبة 34٪ سنوياً تسبب عن بضعة أجوبة طائشة رفعت المعدل.

ولذلك فإن التوقعات الكلية للسوق بين معظم المستثمرون ليست عالية بشكل مفرط جداً كما اقترحت بعض التسجيلات. لكنها لا تظهر بأنها أعلى إلى حد ما أو على الأقل بأنها تبقى قوية كما كانت في عام 1989، على الرغم من ازدهار السوق المتنامي.

بعض الانعكاسات على توقعات المستثمر وعواطفه

يحب علماء الاقتصاد عادة أن يضعوا نماذج للناس على أنهم يجمعون قراراتهم للاستثمار بالشكل الأمثل معتمدين على التوقعات عن التغيرات المستقبلية في السعر وتقديرات عن المجازفة في الاستثمارات البديلة. وعلى أية حال، ففي الواقع، فإن القرار الفعلي للمستثمر النموذجي عن مقدار ما عليه تخصيصه لسوق الأسهم الكلي، وفئات الأصول الأخرى مثل السندات،

العقارات، أو استثمارات أخرى، لا يميل للارتكاز على الحسابات الدقيقة. إذ لا يجمع المستثمرون غالباً التنبؤات حول عائدات فئة أصول أخرى مختلفة ويقدرونها تجاه المجازفات المُقاسّة.

كما أن جزء من سبب ذلك هو شعور المستثمرون غالباً بأنه ليس للخبراء فكرة عما يمكن توقّعه عن التغيّرات المستقبلية في السعر بالنسبة لفئات الأصول هذه، أو عن درجة المجازفة في كل منها. وبعد كل هذا لا يتفق الخبراء دائماً. ويمكن أن يستنتج أحد ما بسهولة بأنه لن تكون هناك خسارة كبيرة إذ ما تجاهل ما يقوله الخبراء عموماً حول مستقبل أي فئة معينة. ولذلك ينبغي أن تركز أحكام المستثمرين على ضوابط رئيسيّة يتفق عليها معظم الخبراء دائماً. وليس للدليل المستخدم من قبل الخبراء للتنبؤ بالعائدات النسبية لفئات الأصول الواسعة آنية بالنسبة لمعظم الناس. إذ يتحدث الخبراء عن الأفعال المحتملة للجنة الاحتياطات الفيدرالية في واشنطن، بشأن التحوّلات في منحني فيليب Phillips، أو بشأن التحريفات في المكاسب الإجمالية المتسبّبة عن التضخّم وإجراءات الحساب التقليدية. وليس لمعظم المستثمرين اهتمام كبير بمثل هذه الأمور.

ولهذا ينبغي على المستثمرين اتخاذ بعض القرارات. فأية عوامل أخرى تدخل في ذهن أحدهم عند اتخاذ القرار بشأن مقدار ما يخصّصه في سوق الأسهم؟ فقد يلعب الشعور بأن سوق الأسهم هو «اللعبة الوحيدة في البلدة»، من بعض النواحي العاطفية، دوراً حيوياً عند هذا الحد في صنع القرار.

كما قد يعلم أحدهم بأن سوق الأسهم يمكن أن يكرّر الأداء ذاته لسنوات قادمة. وتبدو هذه الإمكانية جدّية تماماً، كإمكانية حصول تصحيح رئيسي في السوق. لكن كيف يشعر أحدهم حيال القرار عند هذا الحد؟ وكيف يشعر أحدهم على سبيل المثال عندما يعلم، في وقت متأخر من الليل، بأن الوقت قد حان لإكمال نموذج توزيع 401 (ك)، وعندما يكون أحدهم متعباً وضجراً من

ضرورة اتخاذ قرار هام جداً مرتكزاً على القليل من المعلومات المفيدة.

وترتكز كيفية شعور أحدهم على خبرته الحديثة في ميدان الاستثمار. فإذا لم يكن قد اختبر السوق والفوائد التي تمتع بها آخرون مؤخراً، فربما سيشعر بالأسف كبير نتيجة الندم. والندم هو عاطفة تمثل حافزاً هاماً كما وجد علماء النفس. فحسد الآخرين ممن قد يكونوا أنجزوا بشكل أكبر في سوق الأسهم ما كسب أحدهم في عمله خلال السنة السابقة شعور مؤلم يقلل من غرور النفس. وهكذا فإذا كان هؤلاء للناس الذين ربحوا الكثير في سوق الأسهم في الحقيقة أذكى ولديهم معرفة أفضل، فسيولّد هذا لدى آخرين شعور بأنهم كانوا متقاعسين. وحتى إن لم يتمتعوا بقدر أكبر من الذكاء، بل هم فقط محظوظين، فربما لن يكون ذلك أفضل بكثير. كما قد يشعر أحدهم بأنه لو تمكّن من الاشتراك لسنة واحدة أيضاً في سوق أسهم متقدّم - بفترض أنه سيستمر بالتقدّم لسنة أخرى - فهذا قد يساعد على تسكين الألم.

وبالطبع، يُعتقد أيضاً بأن السوق قد ينخفض. ولكن كيف يمكن أن يقدر الكلفة العاطفية المحتملة لخسارة ممكنة في وقت يصنع فيه قراراً بتوزيع ممتلكاته؟

ربما يشعر أحدهم بأن الخسارة المحتملة لن تكون مقللة لغروره أكثر من الإخفاق في الاشتراك سابقاً. كما أن من المحتمل أن يدرك بأن أحدهم جازف بالدخول في سوق الأسهم حالما بدأ السوق بالتحوّل منحدراً للأسفل. لكن الكلفة النفسية لمثل هذه الخسارة المستقبلية المحتمل قد لا تكون أكبر بكثير نسبة للندم الحقيقي الكبير على الابتعاد عن السوق فيما مضى. ولذلك وعلى الرغم من وجود طرق عديدة للتعامل مع فكرة أن أحدهم هو «الخاسر» مثل إعادة اكتشاف أهمية أن يكون صديقاً جيداً، أو زوجاً، أو والداً، أو السعي وراء الأمور البسيطة في حياته - فقد يؤدي ذلك إلى كون القرار المرضي عاطفياً حقاً هو الاشتراك بسوق الأسهم في الحال.

وبالطبع فإذا كان أحدهم يعمل في سوق الأسهم، وكان عليه أن يقرّر اليوم إذا كان عليه أن يستمر في السّوق أم لا، فإنه سيكون عندئذ في مزاج عاطفي مختلف جداً. إذ سوف يشعر بالرضا وربما بعض الفخر بنجاحه السابق، وسيشعر بالتأكيد بأنه أكثر ثراءً من قبل. وربما يشعر كما يشعر المقامرون بعد جمع أرباحهم بسرعة كبيرة: إذ يكون أحدهم «كمن يلعب بالمال المخصص للمنزل» ولذلك فليس لديه ما يخسره عاطفياً بالمراهنة مرة أخرى.

إن الحالة العاطفية للمستثمرين عندما يقرّرون فيما يتعلّق باستثماراتهم هي بلا شك أحد العوامل الأكثر أهمية المسببة للسوق الصاعد. وعلى الرغم من أن هذه الحالة العاطفية قد تكون جزئياً نتيجة العوامل الموضحة في المقطع السابق، مثل نهوض الوجدان المادي والفردى، فهي أيضاً مضخمة بالآثر النفساني للاتجاه القوي المرتفع بشكل متزايد والمُلاحَظ في السّوق.

الاهتمام الشعبي بالسّوق

ويتغيّر الاهتمام الشعبي والانتباه الموجه للسوق بشكل هام عبر الزمن، تماماً كما يتنقل اهتمام الشعب من أحد المواضيع ذات الأهمية الإخبارية إلى الآخر. حيث يتحوّل الانتباه من قصص جديدة عن جاكليين كنيدي إلى قصص عن أو. ج سمبسون إلى قصص عن الأميرة ديانا. إذ يدخل هذا الاهتمام بسوق الأسهم بما هو رائع تماماً بنفس الطريقة، معتمداً على نوعية القصص عن الأحداث المدلهمة الآن، وقد صرّح بعض الكتّاب بأن عام 1929 كان فترة اهتمام المستثمر المصعد بشكل مثير بسوق الأسهم. فقد كتب جون كينيث غالبريث في كتابه «الانهيار العظيم لعام 1929» «The Great Crash 1929»:

في صيف عام 1929 لم يحتل السّوق الأخبار فحسب، بل هيمن على الثقافة، وكانت الأقلية النادرة التي اعترفت في أوقات أخرى باهتمامها بالقدّيس توماس أغويناس، بروسـت Proust، والطب

الجسماني والتحليل النفساني، قد تحدّثت عندئذ عن الشركة المتحدة United Corporation، المؤسسين المتحدين United Founders والفلولاذ. بينما أصرّت فقط الغالبية العدوانية من الأشخاص المعارضين على استقلاليتها عن السوق وأبدت اهتمامها بالشيوعية والإيحاء الذاتي. إذ لطالما كان في وول ستريت مواطن واحد يمكن أن يتحدّث عن معرفة بشأن شراء وبيع الأسهم. أما الآن فقد أصبح ذلك واقعاً.

ويدعم انتباه الشعب الذي تركّز على سوق الأسهم في أواخر العشرينات بتفسيرات أخرى عديدة. إذ ينبغي ألا ننسى بأن نقاش البريث يتضمن بعض المبالغة الصحفية وأنه بلا شك كان قد ذهب بعيداً في كتابته في العشرينات. لكنه يسير على الدرب الصحيح بلغة اتجاه التغيّر عبر العشرينات.

فإذا ألقى أحدهم نظرة على «دليل القارئ لأدب الفترات المنتظمة» سنة بسنة خلال العشرينات، فسوف يرى بأن نسبة صغيرة جداً من المقالات في تلك الفترات، دائماً أقل من 0,1٪، كانت عن سوق الأسهم في أية سنة محدّدة. فقد كان الناس يفكّرون بأمر كثيرة أخرى إلى جانب السوق. وعلى أية حال فقد ارتفعت نسبة المقالات المتحدّثة عن سوق الأسهم بشكل مثير عبر مدة العقد. فكان هناك 29 مقالاً عن سوق الأسهم في الفترة 1922 - 1924، أو 0,025٪ من كل المقالات المدرجة، و67 مقالاً في 1925 - 1928، أو 0,035٪ من المقالات المدرجة، و182 مقالاً في 1929 - 1932، أو 0,093٪ من المقالات المدرجة. وهكذا نرى بأن النسبة المئوية للمقالات عن سوق الأسهم خلال فترة العشرينات ازدادت أربعة أضعاف تقريباً.

كما نرى نموذجاً مماثلاً للاهتمام المتغيّر بسوق الأسهم من دراسة مطابقة لدليل القارئ في السوق الصاعد الحديث، فعلى الرغم من أن نسبة المقالات التي تتحدّث عن سوق الأسهم هي أعلى خلال هذه الفترة، مما كانت في فترة

العشرينات. ففي عام 1982، في أدنى مستوى لسوق الأسهم، كان هناك 242 مقالة عن سوق الأسهم، أو 0,194٪ من مجموع المقالات. وفي عام 1987، أي في سنة الانهيار، كان هناك 592 مقالة، أو 0,364٪ من مجموع المقالات، أي الضعف تقريباً. وبعد الانهيار، تضاعف الاهتمام ثانية، وكان هناك 255 مقالة، أو 0,171٪ من مجموع المقالات، وذلك في عام 1990. أما في أعوام 1996، 1997 و1998 فقد ارتفع عدد المقالات مرة أخرى ليبلغ 580 مقالة في 1998 أو 0,293٪ من جميع المقالات.

وهناك مصدر آخر للدليل على انتباه المستثمر الموجه إلى سوق الأسهم وهو عدد نوادي الاستثمار، كما نقل عن الاتحاد الوطني لشركة المستثمرين (NAIC). ونوادي الاستثمار هي مجموعات اجتماعية صغيرة، تلتقي نموذجياً في منازل الأعضاء عند المساء، ممن يستثمرون معاً مبالغ صغيرة من المال للتسلية ولغرض التعلّم عن الاستثمارات. وكانت NAIC قد أسست في عام 1951 من قبل أربعة نوادي للاستثمار في بداية السّوق الصاعد في فترة الخمسينات. وقد ازداد عدد النوادي ليصل إلى 953 في عام 1954، بالغاً قمة 14,102 في عام 1970 (قريباً من قمة سوق الأسهم)، ومن ثم انخفض مع السّوق إلى 3,642 في عام 1980 (قريباً من قاعدة السّوق). أما الآن فقد وصل عدد النوادي إلى 37,129، أي أعلى بكثير من قمته السّابقة. إن انسجام عدد نوادي الاستثمار وأداء السّوق هو أمر جدير بالملاحظة، مقترحاً أن الأسواق الصاعدة تجذب بالفعل انتباه المستثمرين إليها.

كما يمكن أن يُرى دليل إضافي على تشجيع النجاحات السّابقة في السّوق على الاهتمام به، متجلياً في سلوك حجم المبيعات في سوق الأسهم. حيث ارتفع حجم المبيعات، قياساً بحجم تجارة الدولار عبر قيمة السّوق الكلية في بورصة نيويورك (New York Stock Exchange)، بشدّة في السنوات الأولى من سوق الأسهم الصاعد بعد عام 1982. لكنه انخفض لمدة سنتين بعد انهيار

1997، ومن ثم استأنف طريقه بالصعود. وقد أظهر عالم الاقتصاد ميري ستاتمان وستيفن ثورلي بتحليل إحصائي عن أن الأرباح العالية في سوق الأسهم تستمر في رفع الحجم العالي لأشهر عدة بعد ذلك، بينما ترفع سرعة التطاير العالية في أسعار السوق أيضاً حجم التجارة، بأن أثر سرعة التطاير على حجم التجارة هو أكثر زوالاً. كما يستنتج ستاتمان وثورلي بأن هذا الأثر المقاوم للأرباح على الحجم هو نتيجة لأثر العائدات الأعلى على ثقة المستثمر. وعلى الرغم من أن السوق الصاعد «يرفع كل المراكب lift all boats»، فلا يزال هناك ميل بالنسبة للمستثمرين لتفسير نجاح استثماراتهم كتأكيد على قدراتهم الشخصية، وهذا يعزز اهتمامهم بتجارة الأسهم.

عندما يختبر الناس النجاح في أي مكان، فهناك بالتأكيد ميل طبيعي بالنسبة لهم لتبني مبادرات جديدة وتطوير مهاراتهم على أمل إنجاز نجاح أكبر. ففي دراسة عن المستثمرين الذين تحولوا من التجارة على الهاتف إلى التجارة على الخط، مقارنة بأولئك الذين استمروا في استعمال الهواتف لإنجاز تجارتهم، وجد علماء الاقتصاد براد باربر وتيرانس أودين بأنهم أحرزوا في السوق أكثر من 2٪ سنوياً. وبعد انتقالهم للعمل على الخط، فقد تاجروا بتفكير وفعالية أكبر، ومن ثم استمروا بإحراز أكثر من 3٪ من السوق سنوياً. وقد يفسر هذا الاكتشاف بأنه يظهر بأن الثقة المفرطة من النجاح السابق شجعت الناس على توسيع الكلفة الثابتة للتعلم هم التجارة على الخط. وهم باكتسابهم لهذه المؤهلات والمنافع، فمن المحتمل أن يوجهوا انتباههم بشكل أكبر للسوق لمدة ممتدة، تُقاس بسنوات، بهدف الحصول على مكاسب من جراء استثمار مهاراتهم.

وإذا راقب أحدهم عرضياً المناقشات التي تُطرح فيما يتعلق بسوق الأسهم. فسيري بأنها تأتي إلى حد ما نموذجياً أثناء حفلة عشاء، نزهة في الهواء الطلق لإعداد الطعام، أو أي حدث اجتماعي آخر. إذ يعتبر ورود مثل

هذا الحديث عن سوق الأسهم مقبولاً، ومثيراً بشكل لطيف. كما أنه موضوع لاستهلال المحادثة. أما قبل عشرون سنة، فقد كان طرح موضوع سوق الأسهم في مثل هذه المناسبات اقتحاماً للحديث ومحاولة سيئة التقدير للمزج بين المتعة والعمل. إذ أن الاختلاف بين الماضي والحاضر دقيق، ولكنه أيضاً ملهم للتغيير الأساسي في حماسة المستثمر تجاه السوق.

نظريات المردود للفقاعات

الفقاعة: شراء غير مبرّر ومستشار لأسهم شركة وضعها المالي ضعيف بغية رفع سعر الأسهم في السوق فوق قيمتها الحقيقية.

في نظرية حلقات مردود المعلومات، يؤدي ارتفاع الأسعار الأولي (الناجم على سبيل المثال عن كل أنواع العوامل المفاجئة التي تمّ شرحها في الماضي) إلى مزيد من ارتفاع الأسعار الناجم عن المردود الراجع لزيادة السعر الأولي إلى أسعار أعلى من خلال طلبات المستثمرين المتزايدة. وهذه الجولة الثانية من ارتفاع الأسعار تعود لتظهر في جولة ثالثة ومن ثم رابعة وهكذا. ولذلك تعظم التأثير الأولي للعوامل المفاجئة ليؤدي إلى ارتفاع في الأسعار أكبر بكثير مما دلّت عليه هذه العوامل ذاتها. حيث أن حلقات المردود تلك قد لا تكون عاملاً في الأسواق التاريخية الصاعدة والمضاربة على النزول فحسب، ولكن مع بعض المفارقات في التفاصيل في ارتفاع وانخفاض الاستثمارات الفردية أيضاً.

كما أشرت سابقاً، إن نظرية المردود معروفة على نطاق واسع، إلا أن غالبية الناس لا يستخدمون مصطلح «حلقات المردود» لوصفها. وتُعد هذه العبارة مصطلح علمي لما قد يشيع تسميته بالحلقة المفرغة، وهي أمر افتراضي يتحقّق ذاتياً أو ينبجم عن تقليد الآخرين. وعلى الرغم من أن عبارة فقاعة المضاربة تحمل أكثر من معنى في الحديث العادي، إلا أنها عادة ما تشير إلى هذا المردود.

في النسخة الأكثر شيوعاً لنظرية المردود، تلك التي تعتمد على التوقعات المتكيفة، يحدث المردود بسبب ارتفاع سابق في الأسعار الذي يولد توقعات حول مزيد من الارتفاع في الأسعار. وفي نسخة أخرى للنظرية ذاتها، يحدث المردود بسبب ثقة المستثمر المتزايدة استجابة لتزايد أسعار سابقة، ويعتقد عادة بأن هذا المردود يحدث استجابة لنموذج التناغم في تزايد الأسعار أكثر منه استجابة لارتفاع الأسعار المفاجئ.

إن الدليل الذي تمّت مناقشته سابقاً في هذا المقطع ينسجم مع كل من نظريتي التوقعات المكيفة وثقة المستثمر اللتين تلعبان دوراً في أوضاع سوق البورصة الحالية. ومن الممكن أيضاً حدوث المردود لأسباب انفعالية، أسباب غير مرتبطة بأي من التوقعات أو الثقة. كما يمكن لتأثير «اللعب بنقود المنزل»، كما تمّت مناقشته سابقاً، أن ينجم عن نوع من المردود: فقد يقلّل هذا النوع من العقلية رغبة المستثمرين في البيع بعد ارتفاع الأسعار، مما يؤدي لتضخّم آثار العوامل المفاجئة على الأسعار.

وبغض النظر عن نظرية المردود التي تنطبق هنا، فإن فقاعة المضاربة لا يمكن أن تكبر إلى الأبد. حيث أن مطالب المستثمرين للأسهم المالية لا يمكن أن تنمو إلى الأبد وعندما تتوقف عن النمو فإن ارتفاع الأسعار سيتوقف. ووفقاً للنسخة الشائعة لنظرية توقعات التغذية العكسية، فإننا نتوقع عند تلك النقطة انخفاضاً في السوق فيما يتعلّق بالأسهم المالية، وانفجاراً للفقاعة، والسبب أن المستثمرين لا يعتقدون بعد بأن الأسعار ستستمر في الارتفاع ولهذا لن يجدوا سبباً جيداً لحيازة الأسهم المالية. ولكن لا تشير النسخ الأخرى لنظرية المردود إلى انفجار الفقاعة المفاجئ بسبب عدم اعتماد هذه النظريات على ارتفاع الأسعار المستمر.

في الواقع، وحتى وفقاً لأكثر نسخ نظرية المردود شيوعاً، فليس هناك فعلاً سبب يدفع أحداً للاعتقاد بأنه لا بد من انفجار مفاجئ للفقاعات. إذ ينبغي

أن يكون هناك بعض الضجة في طلبات المستثمرين، وعدم التنبؤ في الاستجابة للتحويلات في الأسعار السابقة، وفقدان الانسجام بين المستثمرين. وعلاوة على ذلك، فإن الحافز في الدخول أو الخروج من السوق، هذا الأمر الذي تكونه تغيرات الأسعار السابقة ليس من المحتمل أن تحددها فقط أحدث التغيرات في الأسعار. ومن المعقول أن يفكر المستثمرون في الأيام أو الأسابيع أو الشهور التي حدثت فيها تغيرات في الأسعار ليقروا فيما إذا كانوا يجدون أداء السوق الحالي مشجعاً. وهكذا فإن نظرية المردود البسيطة تنسجم مع نماذج الأسعار التي تظهر الكثير من العوائق.

وأيًا كانت نظريات المردود، فإن الفقاعات السلبية لا بد أن تحدث حيث يحدث المردود بالاتجاه الهابط، وكما يشبط هبوط الأسعار الأولي من عزائم بعض المستثمرين محدثاً المزيد من هبوط الأسعار وهلم جراً. (يذكرني دوماً مصطلح الفقاعة السلبية بمشهد قارورة صودا بلاستيكية ممتلئة بهواء دافئ ينفجر تدريجياً عندما يبرد، ومن ثم يعود إلى شكله الأول عندما يتم إحلال الغطاء، على الرغم من أن هذه الاستعارة في الواقع لا تفي بالغرض أكثر من استعارة فقاعة الصابون التي تمثل أحداث المضاربة الإيجابية). وعندما يستمر السعر بالانخفاض حتى يبدو المزيد من هذا الانخفاض أمراً غير محتمل الحدوث، فلن يكون هناك سبب يجعل الناس يرغبون بالبقاء بعيداً عن الأسهم وتحدث انفجارات الفقاعة السلبية، على الرغم من أن الانفجار قد لا يكون مفاجئاً، كما هو الحال مع الفقاعة الإيجابية.

ومن الممكن أن يولد ديناميكياً نشاط المردود سلوكاً معقداً وحتى عشوائياً على ما يبدو. وما يسمى بمولدة العدد العشوائي في بعض أنواع برامج الكمبيوتر هي في الواقع مجرد نشاطات بسيطة وغير طويلة للمردود، وحتى أن بعض نشاطات المردود البسيطة أثبتت بأنها تولد سلوكاً يبدو معقداً جداً ليوحي بذلك إلى العشوائية في السلوك. وإذا افترضنا وجود أنواع أخرى من نشاطات

المردود في الاقتصاد، إلى جانب المردود الذي يدور حول ارتفاع بسيط في الأسعار ثم نحو مزيد من الارتفاع، فبإمكاننا أن نستنتج بأن عشوائية سوق البورصة الظاهرة، وميلها لتكوين تحركات مفاجئة دونما سبب واضح قد يكون مبرراً في النهاية. وربما يكون فرع علم الرياضيات الذي يدرس نشاطات المردود غير المنتظمة المسمى بنظرية الفوضى، ممكن التطبيق في مجال علم الاقتصاد لفهم التعقيد في سلوك سوق البورصة.

مفاهيم المردود والفقاعات عند جمهور المستثمرين

إن نظرية المردود لفقاعات المضاربة معروفة على نطاق واسع جداً باعتبارها جزءاً من ثقافتنا الشائعة. وبالتالي فمن الطبيعي أن يتساءل أحدنا فيما إذا كان الفهم العام لتلك الفقاعات يتأثر بأسعار السوق المرتفعة حديثاً. وعلى نحو يمكن إدراكه، فربما لا توجد الفقاعة الحالية إلا بسبب اعتقاد الناس بأن هنالك فقاعة مؤقتة يريدون أن يكيفوا معها لفترة من الزمن.

وباختبار سلسلة من المؤشرات المأخوذة من الدراسات النصف سنوية للمستثمرين الاعتباريين، قمت بإحداث مقياس توقعات الفقاعة. والمؤشرات التي يتم اختبارها هي النسب المئوية للمستجيبين الذين يقولون بأن السوق مرتفع جداً ولكنه سيستمر بالارتفاع على المدى القصير، وأن السوق سيرتفع ومن ثم سيتدهور، وأنه من المستحسن البقاء في السوق فقط للفترة القريبة القادمة، كما يتوجب على الشخص الحذر من التأثير بتفاؤل الآخرين، وأن السوق سيرتفع على المدى القريب على الرغم من احتمالية حدوث انهيار في سوق البورصة في الستة أشهر القادمة يفوق بكثير نسبة 10٪. حيث تقول النسب المئوية الضخمة للمستجيبين، والتي تتراوح بين 10٪ و 50٪، هذا إجابة عن الأسئلة التي طرحتها عليهم. ويظهر مقياس توقعات الفقاعة تذبذبات ضخمة، تشير إلى أن النسبة المئوية للمستثمرين الاعتباريين الذين يبرزون مشاعر إزاء الفقاعة، قد تقلبت مع

مرور الوقت. ويبدو أن مستوى المقياس مرتبط بالتغير القائم في سوق البورصة على مدى الستة أشهر السابقة، مما يعني بأن توقعات الفقاعة المؤقتة ترتفع كلما بدأت السوق بالارتفاع أكثر فأكثر على مدى الستة أشهر اللاحقة. ومع ذلك لا يظهر المقياس ميلاً قوياً على مدى هذا العقد منذ عام 1989.

وفي نيسان 1999 سألت فيما إذا كانت سوق الأسهم في فقاعة المضاربة؟ 72٪ من المجيبين قالوا نعم، و28٪ فقط قالوا لا. إذ قد تبدو هذه النتيجة مذهلة، مع الأخذ بعين الاعتبار أنني لم ألاحظ ميلاً صاعداً ضخماً في مقياس توقعات الفقاعة، ولكن سؤالهم هذا كان غامضاً إلى حد ما، بسبب عدم معرفته بالفقاعة، وعدم إجراء أية مقارنة مع السنوات الماضية. ولم توجه دراساتهم الأخرى أسئلة للمجيبين حول فيما إذا كان لديهم توقعات للفقاعة على النحو الذي عرفته، وعلى العموم تجد دراساتهم توقعات تبعث على التفاؤل نسبياً. ففي الواقع، بالكاد أجد دليلاً على أن الناس كانوا يفكرون أثناء الارتفاعات الحديثة التي سجلها السوق حين بزوغ فجر الألفية الجديدة، بأننا في حالة فقاعة مؤقتة للمضاربة. وتعد الثقة الكبيرة بأن السوق سيؤدي دائماً أداء جيداً هي السمة الواضحة للتسعيرات الحالية المرتفعة.

أنظمة بونزي كنماذج للمردود وفقاعات المضاربة

من الصعب جداً إثبات أن نموذجاً آلياً بسيطاً لمردود الأسعار والذي يعمل على إحداث اهتمام وحماسة عاليتين لدى المستثمر إنما يشكل في الواقع عاملاً في الأسواق المالية. وقد يتكوّن لدينا انطباع افتراضي بأن المستثمرين يظهرون حماسة للاستثمارات كردّ على زيادات الأسعار الماضية، غير أننا لا نرى أي دليل ملموس على أن هذه التغذية العكسية تؤثر فعلاً على قراراتهم.

ولكي نقدّم دليلاً على أن تقنيات المردود هذه تلعب بالفعل دوراً في الأسواق المالية فمن المفيد أن ننظر إلى مثال من أنظمة بونزي أو الأنظمة

الهرمية التي يستخدمها المخادعون في تكوين مردود إيجابي في استثمار جار مفترض، يعود إلى عائدات مستقبلية. وقد تم استخدام هذه الأنظمة استخداماً خاطئاً عدة مرات حتى أن الحكومة اضطرت لإبطالها ولكنها مع ذلك لا تزال تظهر بقوة. وهي مثيرة للاهتمام على وجه الخصوص على اعتبار أنها تجارب محكومة، يحكمها المخادعون، وهي توضح خصائص المردود التي لا يمكن رؤيتها بوضوح في الأسواق العادية أو في مختبر العالم النفسي التجريبي.

ففي نظام بونزي، يعد مدير النظام بتحقيق أرباح ضخمة للمستثمرين من خلال استثمار أموالهم ولكن في الواقع يكاد يكون استثمار أموال المساهمين في موجودات عقارية ضئيلاً إن لم يكن معدوماً. وبدلاً من ذلك يدفع المدير للمستثمرين الأوائل من عائدات عملية بيع لسلسلة ثانية من المستثمرين ويدفع لهذه السلسلة الثانية من عائدات بيع لسلسلة ثالثة وهكذا. كما اشتق اسم هذا النظام من مثال مشهور على وجه الخصوص اعتمده تشارلز بونزي في الولايات المتحدة عام 1920 على الرغم من أنه بالتأكيد ليس المثال الأول. وهذا النظام يغري المستثمرين الأوائل بعد أن يكونوا قد حققوا مبلغاً كبيراً من المال لسرد قصص نجاحهم على سلسلة أخرى من المستثمرين التي ستقوم بدورها بمزيد من الاستثمار في هذا النظام بشكل يسمح للمخادع بالدفع للسلسلة الثانية من المستثمرين وستغري قصص نجاحهم هذه ربما سلسلة أكبر من المستثمرين وهكذا. وهذا النظام لا بد وأن ينتهي، فتجنيد المستثمرين لا يمكن أن يستمر بالتزايد إلى الأبد والقائم على النظام يعرف ذلك بلا شك. فقد يرغب بالخروج دون أن يكون قد دفع للسلسلة الأخيرة ذات العائد الأكبر ومن ثم يختفي عن أعين القانون، أو قد يتخيل أن عامل الحظ سيعمل على إيجاد فرص استثمار مذهلة لاحقاً فيحافظ على النظام.

نحن نعلم بأن أنظمة بونزي قد نجحت في جعل القائمين عليها أغنياء على الأقل حتى يتم القبض عليهم، ولقد جذب بونزي 30000 مستثمر عام

1920 وأصدر أوراقاً نقدية تبلغ قيمتها الإجمالية 15000000 دولار، وكل ذلك في غضون سبعة أشهر. وفي قصة معروفة حديثاً أنشأت ربة منزل سابقة تدعى راجين بونهام نظاماً ضخماً بمفردها في بلدة فوكس الصغيرة جداً في ريف آلاسكا وقد وعدت بدفع 50٪ من الأرباح خلال شهرين وجذبت 1200 مستثمر في اثنين وأربعين ولاية ليصبح المبلغ الإجمالي المدفوع لها يتراوح ما بين 10 إلى 15 مليون دولار ما بين 1989 وعام 1995.

كما ظهرت قصة مثيرة جداً في ألبانيا عام 1996 وعام 1997 حين وعد عدد من متبعي نظام بونزي بدفع نسب أرباح مذهلة جذبت قسماً كبيراً من الناس في ذلك البلد. وقد تمكنت سبعة أنظمة من جمع ما يقارب 2 مليار دولار أو 30٪ من الناتج المحلي الإجمالي السنوي في ألبانيا.

وبلغت الحماسة لهذا الاستخدام حداً كبيراً حتى أن أعضاء الانتخاب المحلي في الحزب الحاكم عام 1996 قد ضمّنوا إعلانات حملاتهم الانتخابية رموزاً خاصة بنظام بونزي يريدون بذلك كسب الثقة بمصادر الثروة الجديدة. وحين أخفق النظام عام 1997 قام المحتجون الغاضبون بنهب البنوك وحرق المباني واضطرت الحكومة لاستدعاء الجيش لإعادة الأمن وقتل عدد من المتظاهرين، وقد أجبر انهيار النظام باستقالة رئيس الوزراء ألكسندر مكسي واستقالة أعضاء المجلس.

وكجزء من استراتيجية أنظمة بونزي الناجحة، تعرض هذه الأنظمة للمستثمرين قصة معقولة قابلة للتصديق عن كيفية تحقيق أرباح ضخمة. وقد أخبر تشارلز بونزي المستثمرين بأنه قادر على صنع المال لهم باستثمار فرص أرباح تتضمن قسائم رد بريدية دولية وقد بيعت هذه القسائم عن طريق خدمات الإنترنت البريدية بحيث كان يمكن للمشتري أن يرفق القسيمة في رسالة لبلد آخر وبذلك يكون قد دفع أجرة الرد مسبقاً. ومن الواضح أنه كان هناك عدة فرص حقيقية لكسب الربح من شراء قسائم الرد البريدية في أوروبا وبيعها في

الولايات المتحدة إن لم يكن سعر صرف العملة مطابقاً تماماً للسعر الموجود في القسائم. وإن قصة بونزي عن فرص الربح من المتاجرة في القسائم والتي تم شراؤها أخيراً في الصحف أثناء تطبيق النظام قد بدت معقولة لبعض أصحاب النفوذ. لكن فرص الربح الحقيقي لم يكن من الممكن إدراكها إذ لم تكن هناك طريقة سهلة لبيع القسائم، وبدأ الخداع ينجلي حين أعلن مدير مكتب البريد في نيويورك أن إمداد العالم بقسائم الرد البريدية الدولية لم يكن كافياً لصنع الثروة التي ادعى بونزي صنعها.

أدعت راجين بونهايم أنها كانت تشتري نشرات إعلانية متكررة غير مستعملة من شركات كبيرة وتعيد تغليفها كتذاكر مخفضة ومن ثم بيعها بربح كبير. وكان من المفترض أن تقوم شركة الاستثمار الألبانية فيفا بعدد من الاستثمارات التقليدية في ظل اقتصاد منتعش. وكانت هناك أيضاً إشاعة في ألبانيا في ذلك الوقت أن فيفا كانت لها الصدارة في غسل الأموال وهو نشاط بونزي أيضاً مصدراً معقولاً لتحقيق أرباح كبيرة لعدة مستثمرين.

وقد أظهرت دراسة نقدية تم إجراؤها حول هذه الأمثلة من أنظمة بونزي أن المستثمرين الأوائل كان لديهم شك كبير في هذه الأنظمة ولم يستثمروا إلا مبالغ صغيرة فقط. وإن قصة كسب فرصة ربح من قسائم الرد البريدية، إذا تم نقلها بشك مباشر فقط دون دليل يثبت أنها قد حققت ربحاً كبيراً لأناس آخرين، فإنها لن تبدو قابلة للتصديق بشكل يكفي لجذب كثير من المستثمرين. إذ لا تتولد لدى المستثمرين ثقة حقيقية بالنظام ما لم يروا أناساً غيرهم يحققون أرباحاً ضخمة.

وقد تكون هناك إمكانية لكون أرباح الاستثمار المزعومة لا تأتي بالفعل إلا من أموال جديدة قد تم طرحها مراراً وتكراراً وبشكل علني قبل انهيار هذه الأنظمة، وبالطبع فإن المخادعين ينكرون هذا الإدعاء علناً. وقد كانت هذه هي

الحال في كل نظام بونزي الأصلي والمثال الألباني. وإن وجود أناس كثيرين ما يزالون يعتقدون بهذا النظام بعد ذلك يبدو أمراً محيراً، وبالنسبة لمن يلحظ الأمر من الخارج فإن هؤلاء المصدقين جاهلون حقاً. لكن يظهر ذلك فقط التأثير القوي على تفكير الناس في رؤية الآخرين قد حققوا مبالغ ضخمة من المال. حيث تبدو فكرة تحقيق الآخرين مبلغاً كبيراً من المال لأناس كثيرين الدليل الأكثر إقناعاً في تأييد قصة الاستثمار المرتبطة بنظام بونزي وهو دليل يفوق في أهميته حتى أكثر الحجج المنطقية ضد هذه القصة.

فقاعات المضاربة وفقاً لحدوثها الطبيعي في عمليات بونزي

يبدو بالاستناد إلى الأمثلة التي تم عرضها في الفقرة السابقة، بأن نشاطات المردود للمضاربة التي تحدث بشكل طبيعي في أنظمة بونزي تبرز من وقت لآخر من دون حيل مدير مخادع. حتى وإن لم يكن هناك مضارب يلفق قصصاً مزيفة عن عمد ليخدع المستثمرين في سوق الأسهم إجمالاً، فإن الإشاعات حول السوق تعم كل مكان. وعندما ترتفع الأسعار مرات عدة، يكافأ المستثمرون باستمرار عن طريق حركات الأسعار في تلك الأسواق، تماماً كما هو الحال في أنظمة بونزي. ولا يزال هناك العديد من الناس (في الواقع، سماسرة سوق الأسهم والصناعات ذات التمويل المشترك على وجه العموم) يستفيدون من رواية القصص التي توحى بأن السوق ستحقق مزيداً من الارتفاع. وليس هناك سبب يجعل هذه القصص خادعة، فغايتها الوحيدة هي أن تؤكد صحة الأخبار الإيجابية وتقلل من شأن الأخبار السلبية. وسيكون المسار لنظام بونزي المتكرر الحدوث، إذا أمكننا تسمية ذلك بفقاعات المضاربة، أكثر شذوذاً وأقل إثارة، بما أنه لا يوجد هناك معالجة مباشرة، ولكن المسار يمكن أن يتشابه في بعض الأحيان مع نظام بونزي عندما يدعم بقصص تبدو طبيعية. حيث يبدو المدى بين نظام بونزي إلى الفقاعات المضاربة الطبيعية الظهور

طبيعياً جداً بحيث أنه على المرء أن يضمّنه، إذا كان هناك مناقشة حول الفقاعات المضاربة، التي تثير البراهين حولها الشك حتى تقدم دلائل حول سبب عدم ظهور فقاعات مضاربة كالتّي في نظام بونزي.

إلا أن العديد من الكتب الرئيسية حول المال، والتي تروج لأسواق الأسهم على أنها تعمل بشكل عقلاّني وبكفاءة، لا تقدّم براهيناً حول سبب عدم ظهور حلقات المردود التي تدعم الفقاعات المضاربة. ففي الواقع، فهي لا تذكر حتى الفقاعات أو نظام بونزي. كما تنقل هذه الكتب إحساساً من المتوالية المنتظمة في الأسواق المالية، لأسواق تعمل وفق ضوابط رياضية. وإذا لم يأت على ذكر الظاهرة أبداً اليوم، فإنه لم يعطى للطلاب أية طريقة للحكم بأنفسهم فيما إذا كانوا في الواقع يؤثرون على السوق.

الوفرة اللاعقلانية وحلقات المردود اليوم

يمكن أن ندرك بأن المخاطر الطويلة الأجل هي عبارة عن انخفاض. أما العائدات المتوقعة فليست انخفاض، على الرغم من ارتفاع السوق. وتكوّن الانفعالات والانتباه المضاعف نحو السوق رغبة بالولوج إلى اللعبة. وهذا مثل الوفرة اللاعقلانية في الولايات المتحدة.

من الواضح أن هناك العديد من الأسباب الجوهرية لهذه الوفرة، كما هو مفصّل في الفصل السابق، وأنه يمكن أن أن تضخّم آثار هذه المسبّبات بواسطة حلقة المردود، فقاعات مضاربة، كما رأينا في هذا الفصل. فعندما تستمر الأسعار بالارتفاع، يعزّز مستوى الوفرة بواسطة ارتفاع الأسعار نفسه.

لقد بدأنا في هذا الفصل بشرح عمليّة المردود فقط. ورأينا أن المردود لا يظهر بمجرد نظر الأفراد إلى ارتفاعات الأسعار السابقة وقيامهم بحسابات رياضية للتعديل وفق المستويات الفردية للثقة والتوقعات. إذ أن التغيرات في أنماط التفكير تلوّث الثقافة بالكامل، وهي لا تعمل مباشرة فقط من زيادات

الأسعار السابقة ولكن أيضاً من التغييرات الثقافية المرافقة والتي ساعدت على ظهورها الزيادات السابقة في الأسعار. ولفهم أفضل حول كيفية ممارسة العوامل المترسبة تأثيراتها وكيفية تضخمها، نعود في الجزء الثاني، إلى مناقشة أوسع للتغييرات الثقافية التي ترافقت مع الازدهار الحديث لسوق الأسهم وغيرها من ازدهار المضاربة.

obeikandi.com