

الجزء الرابع

محاولات لعقلنة الوفرة

obeikandi.com

تاسعاً

الأسواق الفعّالة، الخطى العشوائية، والفقاعات

تكون النظرية القائلة بأن الأسواق المالية فعّالة جداً، والبحث الشامل المحقّق بهذه النظرية، القاعدة الفكرية الموجهة من أجل البراهين ضد الفكرة القائلة بأن الأسواق معرّضة للفقاعات والوفرة المفرطة. إذ تؤكد نظرية الأسواق الفعّالة بأن كل الأسعار المالية تعكس بدقّة كل المعلومات العامة في كل الأوقات. وبمعنى آخر، فإن الموجودات المالية مسعّرة دائماً بشكل صحيح، بالتوازي مع ما هو شائع جهاراً، في كل الأوقات. وقد يظهر السعر عالياً جداً أو منخفضاً جداً أحياناً، ولكن، وفقاً لنظرية الأسواق الفعّالة فلا بد أن هذا المظهر هو عبارة عن وهم.

كما تصف أسعار الأسهم، في هذه النظرية، تقريباً «الخطى العشوائية» مع الوقت: حيث أن تغيرات الأسعار غير قابلة للتنبؤ لأنها تحدث فقط استجابة لمعلومات جديدة غير زائفة، ولأنها جديدة فهي ليست قابلة للتنبؤ. وقد خضعت نظرية الأسواق الفعّالة وفرضية الخطى العشوائية لاختبارات عديدة باستخدام البيانات عن أسعار الأسهم، وذلك في دراسات نُشرت في مجلات

ثقافية لعلم الموارد المالية والاقتصاد. فعلى الرغم من أن النظرية كانت قد رفضت إحصائياً عدّة مرّات في هذه النشرات، لكنها قد توصف ببعض التفسيرات مع ذلك بأنها صحيحة تقريباً. وقد تطور الأدب في الدليل على هذه النظرية بشكل جيد وهو يتضمن عملاً من النوعية الأرقى. ولذلك، سواء وافقنا عليها أم لا، ينبغي على الأقل أن نأخذ نظرية الأسواق الفعّالة على محمل الجد.

براهين رئيسية على كفاءة الأسواق وعشوائية الأسعار

تُعتبر فكرة الأسواق الكفوءة طبيعية للغاية بحيث يصح الافتراض بأنها كانت موجودة على الأرجح منذ قرون على الرغم من أن تعبير «أسواق كفوءة» أصبح بوضوح منذ البداية شائعاً على نحو واسع من خلال عمل الأستاذ أوجين فاما في جامعة شيكاغو وزملائه في أواخر الستينات من القرن العشرين، إلا أن النظرية ذاتها سبقت هذه التسمية بسنوات عدة. وكان قد ذكر بوضوح في عام 1889 في كتاب لجورج غبسون بعنوان «The Stock Markets of London, Paris, and New York» أسواق أسهم لندن وباريس ونيويورك. إذ كتب غبسون أنه «عندما تصبح الأسهم شائعة جهاراً في سوق مفتوح، فإن القيمة التي تكتسبها تعتبر كمحاكمة للذكاء الأفضل الذي يقلقهم». ففي هذا القرن، كانت نظرية الأسواق الفعّالة لوقت طويل شيئاً ثابتاً في فروع علم المال والاقتصاد للجامعة. وكانت قد عرضت النظرية بشكل شائع لتبرّر ما يبدو كتقديرات سوق مرتفعة، مثل قمة سوق الأسهم في عام 1929 على سبيل المثال. ومن ثم استنتج الأستاذ جوزيف لورانس في برنستون في عام 1929 أن «إجماع الحكم للملايين الذين تؤدي تقديراتهم وظيفة في ذلك السوق الباهر، أي سوق الأسهم، هو أن الأسهم لم يكن مُبالغ في تقييمها عندئذ. فأين هي تلك الجماعة من الرجال الذين يتمتعون بحكمة شاملة تؤهلهم لنقض حكم العامة الأذكياء؟».

وتأتي المناقشة الأبسط والأكثر مباشرة من أجل نظرية الأسواق الفعّالة من ملاحظة أنه من الصعب كسب الكثير من المال بشراء منخفض وبيع عالي في سوق الأسهم. كما يبدو أن هنالك العديد من المؤهلين للمحاولة لكنهم يخفقون في ذلك بأي درجة ثابتة من النجاح. وعلاوة على ذلك، يمكن أن يلاحظ شخص ما بأنه من أجل كسب الأموال فعليه منافسة بعض المستثمرين الأكثر ذكاء، والذين يسمون «المال الذكي»، الذي يتاجر في الأسواق المالية ويبحث عن الفرص ذاتها. إذا اعتقد أحد بأن أحد الموجودات إما مبالغ في تسعيره أو العكس، فعليه عندئذ أن يفكر ملياً لماذا (لم) يبق كذلك بالرغم من جهود المال الذكي لصنع تجارة مربحة.

إذا كان المال الذكي قادراً على إيجاد طرق لصنع أرباح عن طريق شراء منخفض وبيع عالي، عندئذ سيكون أثر مثل هذا المال الذكي، وفقاً لنظرية الأسواق الكفوءة، أي الفعّالة، قيادة أسعار الموجودات لقيمتها الحقيقية. فهم سيشترون أسهماً مسعّرة أقل من قيمتها وبذلك يرفعون أسعارهم. وسيبيعون أسهماً مسعّرة أعلى من قيمتها ومن ثم يخفضون من أسعارهم. وهكذا إذا كان هناك خطأ جوهري في تسعير الضمانات، فسوف تميل أرباحها عندئذ للانخفاض، والتي تعمل هذا الاتجار لصنع المال الذكي للناس الأغنياء، وبذلك تزيد تأثيرها على السوق وقوتها للتخلص من الخطأ في التسعير.

لسوء الحظ، لا تخبرنا هذه المناقشة بالنسبة لفرضية الأسواق الفعّالة (الكفوءة) بأنه لا يمكن أن يمر سوق الأسهم بفترات من الخطأ الهام في التسعير يدوم سنوات أو حتى عقود. كما لا يمكن للمال الذكي صنع المال بسرعة عن طريق استغلال فرصة ربح، وسيكون هناك شك كبير حول وقت انتهاء هذا الخطأ في التسعير. فإذا كان يعلم أحد ما بالفعل اليوم بأن السوق سيعمل على نحو هزيل خلال السنوات العشر أو العشرين التالية، لكن لا يعلم بالضبط متى سيبدأ بذلك ولا يمكنه إثبات معرفته لجمهور عريض، عندئذ لن يكون هناك أي

طريق للاستفادة معنوياً من هذه المعرفة . وهكذا فليس هناك أي سبب مادي للاعتقاد بأن المال الذكي ينبغي بالضرورة أن يتخلص من مثل هذا الخطأ في تسعير الأسهم .

ولكن هذا التقييد لنظرية الأسواق الفعّالة هو غالباً مهمل . كما أن افتراض نظرية الأسواق الفعّالة الذي يقول بأنه من الصعب التنبؤ بالتغيرات اليومية نفسها، يدل ضمناً على أنه لا يستطيع أحد التنبؤ بأية تغيرات .

الانعكاسات على «المال الذكي»

تعتبر نظرية الأسواق الفعّالة كما في أصلها بأن القدرات المتغيرة لا تنتج عمل استثمار متغير . وتزعم بأن الناس الأذكى لن يكونوا قادرين على العمل بشكل أفضل من الناس الأقل ذكاء بلغة عمل الاستثمار . والسبب أن ذكاءهم المتفوق غير متحد بأسعار الأسهم .

وإذا قبلنا المقدمة المنطقية للأسواق الفعّالة، فليس الذكاء فقط لا يعد فائدة، لكن ذلك يتبع أيضاً مباشرة بأن كوننا أذكىء للغاية ليس أيضاً بضرر . فإذا كان من الممكن أن الناس الغير أذكىء جداً المال نظامي في تجارتهم، عندئذ قد يقترح هذا فرص ربح بالنسبة للمال الذكي، فقط اعمل عكس ما يعمله المال الغير ذكي جداً . ومع ذلك وفقاً لنظرية الأسواق الفعّالة، قد لا يكون هناك مثل فرصة الربح هذه بالنسبة للمال الذكي .

وهكذا وفقاً لهذه النظرية، فإن الجهد والذكاء لا يعنيان شيئاً في الاستثمار . وبلغة عائدات الاستثمار المتوقعة قد ينتقي أحدهم أيضاً أسهماً عشوائياً وهي الكناية الشائعة لرمي سهام على قوائم سوق الأسهم لاختيار الاستثمارات . ومن الواضح أنه لهذا السبب يعتقد أناس عديدين بأنهم لا يحتاجون لتوجيه الانتباه فيما لو كان سهماً معيناً أو لم يكن مغالى في تسعيره، ولهذا أيضاً يشعرون بأن بإمكانهم تجاهل التقدير الغير عادي للسوق اليوم .

لكن لماذا ينبغي على الناس الأذكي تحديد كل الأسعار؟ فهناك أناس عديدون أقل ذكاء وأقل إطلاعاَ يشترون ويبيعون - فلم لا ينبغي أن يكون لهم أثر على الأسعار؟ هناك فكرة كان قد أشير إليها من قبل، تقول بأن المال الذكي كان سابقاً قد تولّى غالباً السُّوق من خلال تجارته المربحة، وهو يحدّد الآن الأسعار بشكل صحيح. ولذلك يحمل المستثمرون الأقل ذكاء قوى قليلة ليست هامة في السُّوق. إن هذه المناقشة يمكن أن ترفض ببساطة. فقبل كل شيء إذا كان هذا هو سبب سيطرة المال الذكي، فالقضية هي أن هناك تجارات مربحة بالنسبة له، وإلا لما استخدموا ذكاءهم في تولي السُّوق. لكن إذا كان هناك تجارات مربحة، عندئذ ينبغي أن يكون حتى الآن هناك تجارات مربحة، لأن مستثمري المال الذكي يتقاعدون من العمل وينبغي أن يستبدلوا. ولذلك لا يستطيع أن يبرهن أحد بأن المال الذكي تولّى السُّوق من مئة سنة مضت وأنه منذ ذلك الحين يسيطر على السُّوق، لأن أولئك التجار الأذكياء الذين كانوا في الأيام الماضية كلهم موتى الآن.

وهناك أيضاً جزء آخر من الدليل الذي قدّم لدعم نظرية الأسواق الفعّالة هو أن المستثمرين المحترفين، ومدراء المال المؤسّساتيين، أو محلّلي الضمانات ليس لديهم أي قدرة موثوقة على أن يفوقوا إنجاز السُّوق ككل، وبالفعل فهم يبدوون غالباً أنهم يربحون أقل مما ينبغي في السُّوق ما إن يأخذ بالحساب تكاليف الإجراءات التجارية وأجور الإدارة. لكن هذه النتيجة قد تبدو محيرة، إذ قد يعتقد أحدهم بأن المستثمرين المحترفين هم أكثر ثقافة حول الاستثمار، وأكثر تنظيماً من المستثمرين الفرديين. ومع ذلك ربما لا تبدو النتيجة محيرة، كما تبدو في البداية. إذ يأخذ المستثمرون الفرديون النصيحة من المستثمرين المحترفين، ويمكنهم أن يراقبوا (ولو بتباطؤ في بعض الوقت) ما يفعل المستثمرون المحترفون. ولذلك قد لا يكون هناك اختلاف كبير بين نجاح المستثمرين المحترفين والسُّوق ككل، حتى لو أن تحليلهم يُعد قيماً جداً بالنسبة

للآخرين . فقد يكون المستثمرون الفرديون بوجود المصادر الماديّة أناساً مثقفين وأذكياء، أيضاً . وعلاوة على ذلك، فقد دعمت بعض الدراسات الحديثة بأن نصيحة المحللين المحترفين هي بالفعل قيّمة، إذا تم العمل بموجبها بسرعة كافية .

في النهاية، فالسبب بعدم تمكّن الدراسات بعد من إيجاد دليل أقوى بأن الناس الأذكيّ يكسبون أموالاً أكثر هو عدم وجود أسلوب جيد لقياس درجة ذكاء المستثمرون . فنحن لا نملك قاعدة بيانات تعطي درجات IQ «معامل الذكاء» لمديري الاستثمار، لتمكننا من مقارنة أعمالهم مع درجاتهم، وحتى لو كانت لدينا، فليس واضحاً بأن اختبارات الذكاء المتوفرة قد تقيس القدرات الصحيحة .

وقد اقتربت دراسة وحيدة من قبل جوديث شيفليير وغلين أليسون، من البيانات المكتسبة حول ذكاء مدراء الاستثمار، عن طريق جدولة درجات المعدل لاختبار القابلية المدرسية (SAT) للكلّيات التي التحق بها مدراء الاستثمار . وقد وجدوا بالفعل بعض الأدلة بأن الشركات التي التحق مديروها بكلّيات ذات اختبار قبول مدرسي أعلى تعمل إلى حد ما بشكل أفضل، حتى بعد التوجّه لعوامل أخرى . لكن لم تنظم دراستهم الوحيدة بالتأكيد موضوع نجاح الاستثمار والذكاء . ومع ذلك، فلا أرى من الدليل المتوفر، أي سبب للشك في الأطروحة القائلة بأن الناس الأذكيّ يعملون بشكل أفضل في الاستثمار على المدى الطويل .

أمثلة عن الخطأ «الواضح» في التسعير

على الرغم من النفوذ العام لنظرية الأسواق الفعّالة في التفكير الشعبي، نسمع غالباً أمثلة تقدّم دليلاً فاضحاً ضدها . إذ أن هناك في الحقيقة العديد من الأمثلة عن الأسعار المالية التي من المحتمل ألا تكون صحيحة كما يبدو . وتنقل هذه الأمثلة بانتظام في وسائل الإعلام . فقد كانت مؤخراً أسهم الإنترنت

تشكّل العديد من هذه الأمثلة إذ تم تقدير أسعارها، حيث يبدو أن لدى الجمهور رؤية مُبالغ فيها عن احتمالها.

لنأخذ بعين الاعتبار، على سبيل المثال، اتوي eToys، وهي شركة أُسّست في عام 1997 لبيع الدمى عبر الإنترنت. فبعد عرضها الأولي العام في 1999، أصبحت قيمة سهم eToys ثمانية بلايين دولار، متجاوزة قيمة الستة بلايين لشركة Toys «R» US المؤسسة منذ فترة طويلة الأساسية للبيع بالتجزئة. ورغم أن مبيعات eToys كان مالياً في 1998 بحدود 30 مليون دولار بينما كانت مبيعات توي آر يو. إس Toys «R» US 11,2 بليون دولار، أي تقريباً أكثر بـ 400 مرة. كما كانت أرباح eToy سلبية بحدود 28,6 مليون دولار، بينما كانت أرباح Toys «R» US إيجابية حوالي 376 مليون دولار. وفي الحقيقة، فقد أنشأت Toys «R» US، كالشركات الأخرى المؤسسة لبيع الدمى بالتجزئة، موقعها الخاص على شبكة الإنترنت. وعلى الرغم من بعض الصعوبات الأولية لجعل موقعها ينطلق، فإن لديها ميزة تفوق أكثر eToy وهي أن أولئك المشترين غير الراضين على الإنترنت يستطيعون الذهاب إلى أحد منافذها المتعددة للبيع بالتجزئة المتعددة للحصول على معلومات عن الأرباح أو من أجل النصيحة. وبالإضافة إلى ذلك، فقد ينجذب الزبائن الذين يتسوقون في أحد هذه المنافذ بشكل طبيعي إلى موقع Toys «R» US عندما يقومون بصفقات شراء على الشبكة.

ويبدو التقييم الذي يضعه السوق على الأسهم مثل أسهم eToy منافياً للعقل بالنسبة للعديد من المراقبين، ورغم ذلك فلا يمكن لتأثير هؤلاء المراقبين على أسعار السوق تصحيح الخطأ في التسعير. فما الذي بإمكانهم فعله حتى يكون لهم أثر تصحيحه؟ يمكن لأولئك الذين يشكون في قيمة هذه الأسهم أن يحاولوا بيعها دون السعر، وبعضهم سيفعل، ولكن إرادتهم لفعل ذلك مقيدة لأن هناك دائماً إمكانية لارتفاع سعر السهم إلى أبعد من ذلك من قبل مستثمرين متحمسين. إذ قد تدوم الأسعار المنافية للعقل أحياناً وقتاً طويلاً.

كما يبدو واضحاً بأن المستثمرين في هذه الأسهم لا يفكرون جداً بوضوح حول احتمال الاستثمار طويل الأمد، وأيضاً أنه ليس هناك قوى في السوق لمنع هؤلاء المستثمرين من التسبب بالمبالغة الجوهرية في التسعير. أليست مثل هذه الأدلة واضحة ضد فعالية السوق، على الأقل بالنسبة لبعض الأسهم؟. وإذا كان من الممكن لبعض الأسهم أن يكون مُبالغ في تسعيرها، فعندئذٍ ألا يسبب ذلك إمكانية كون السوق ككل مُبالغ في تسعيرها، بفرض أن هذه الأسهم هي جزء من السوق؟.

الارتياح بالأمثلة عن الخطأ الواضح في التسعير

حتى الآن، وبالرغم من الوضوح الجوهري لبعض الأمثلة عن الخطأ في التسعير، فلا زال هناك أشخاص يرتابون بالأمثلة. إذ يشير جيرمي سيجل في كتابه «Stocks For The Long Run» لأسهم للأمد الطويل»، إلى أن بعض الأمثلة الواردة على نحو أوسع عن الخطأ في التسعير في سنوات مضت قد تكون معقولة في الأمد الطويل. كما ذكر سيجل قائمة لخمسين سهماً كانت تدعى جوهرياً «Nifty Fifty الخمسين الذكية» في مطلع 1970 أو 1972: وهي أسهم ساحرة كان لدى الناس توقعات عالية بالنسبة لها وتم الاتجار بها بنسب عالية جداً لأرباح السعر. وتتضمن القائمة بعض الشركات التكنولوجية العالية، مثل آي بي إم وكسيروكس Xerox، بالتوازي مع بعض شركات منتجات المستهلك ذات الشخصية البارزة، مثل كوكا كولا ومكدونالدز McDonald's. فقد وردت هذه الأسهم في مقالة لمجلة «فوربس Forbes» في 1977 كأمثلة عن حماقة المستثمرين بعد أن سقطت قيم الأسهم الخمسين الذكية في وقت لاحق لكارثة سوق الأسهم لعام 1973 - 1974.

لقد بيّن سيجل بأن الأسهم الخمسين الذكية كمجموعة لم يكن حقاً مُبالغ في تسعيرها في 1970 للمدى الطويل. فإذا كنت قد اشتريت وحملت محفظة

موزونة بتساوٍ من هذه الأسهم من 1970 حتى 1996، فستكون قد عملت تماماً مثل مؤشر ستاندرد أند بورز 500. حيث يقدّم هذا المثال دليلاً واضحاً يدحض الادعاء بأن هناك أوقاتاً تكون فيها أسعار الأسهم تماماً خطأ قبيح. فإذا كانت الأسهم الخمسين الذكية تعتبر كأمثلة عن أسهم مُبالغ في تسعيرها بشكل مناف للعقل، فقد أخفقنا إذاً في تحقيق قضيتنا بأن مثل هذه الأمثلة هي برهان على عدم عقلانية السوق.

كما برهن بيتر جاربر، في كتابه «Famous First Bubbles الفقاعات الأولى الشهيرة»، أن الفقاعة الأشهر بينها، وهي هوس التوليب في القرن السادس عشر في هولندا، لم تكن مثال واضح عن الخطأ في التسعير غير العقلاني أيضاً. فقصّة هوس التوليب، التي أصبحت في متناول الأيدي في كتاب لشارلز ماكي في 1841، هي معروفة جيداً اليوم بكونها جزء من ثقافتنا الشعبية، ويستشهد بها بشكل واسع كمثال عن فقاع مضاربة. حيث تشير الفترة إلى وقت وصلت فيه بصلات التوليب إلى مستويات بدت منافية للعقل ومن ثم أنهارت. ففي عام 1636، على سبيل المثال، بيعت بصلة توليب واحدة بدلاً من اثني عشر قوس لأرض بناء. كما يزعم ماكي في هذا الكتاب أن الناس كانوا «مرتبطين بلا وعي» بتجارة التوليب وأن «الثورة بين الألمان لامتلاكها كانت كبيرة للغاية بحيث كانت الصناعة المعتادة للبلد مهمة».

لكن ماكي لم يقدّم أي دليل مادّي بأن الناس كانوا يتصرفون بلا وعي وعلاوة على ذلك لم يتمكن من أن يبيّن أن الثورة كانت متصلة بأي خطأ مضارب في التسعير. ويشير جاربر إلى أن الأسعار العالية حقاً كانت نظراً لاختلافات نادرة للتوليب الذي كان لديه نماذج استثنائية للصبغة بسبب العدوى عن طريق فيروس فسيفسائي، كما نعلم اليوم. إذ لم تكن أزهار التوليب هذه متكاثرة بسهولة وكانت نادرة حقاً. ولذلك فقد قيّم الناس في هولندا في ذلك الوقت عالياً أزهار التوليب الاستثنائية هذه، والتي كان لها أهمية عظيمة في

بيئتهم. وهكذا فلم يكن هناك شيء أكثر حمقاً من تسعيرهم العالي للتوليب بالنسبة للأسعار العالية التي تجلبها الأشياء الفنيّة الأخرى النادرة أو الجديرة بالجمع اليوم. وعلاوة على ذلك، يبدو سلوك السعر لبصلا التوليب إلى حد ما مثل سلوك أسعار موجودات مضاربة عديدة أخرى. فهي لم تزدهر مرة واحدة، أو تنهار مرة واحدة، ومن ثم تبقى منخفضة مثلما تقترح بعض القصص البسيطة. فقد صعدت أسعار التوليب ونزلت مرات عدّة، تماماً كما تفعل أسعار الأسهم دائماً. وهكذا فقد يكون لهذه التغيرات في الأسعار أساس عقلاني بمعلومات جديدة عن الجمهور. حيث يصبح الطلب على الأزهار النادرة معروفاً للمستثمرين مع مرور الوقت.

وتطعن هذه التحليلات من قبل سيجل وجاربر ببعض الأمثلة المفضلة عن الأسعار اللاعقلانية في الأسواق المضاربة. لكن هناك في تحليلاتهم في الحقيقة دليل صغير مؤيد لنظرية الأسواق النعالة.

وعلى الرغم من صحة ما يُقال بأن المستثمرين الذين يستثمرون لمدى طويل عملوا بشكل صحيح في الأسهم الخمسين الذكية، ومن المحتمل أن يكون كل المستثمرين الذين حملوا هذه الأسهم في 1970 قد باعوا لوقت طويل بخسارة قبل عام 1996. ولا يمكننا الاعتقاد بمعرفة كل هؤلاء المستثمرين في عام 1970 بأن الأسعار ستعود للارتفاع في التسعينات وقد ينتظرون حتى ذلك الوقت لتعويض خسارتهم.

وعلاوة على ذلك، فإن هذه الأسهم الخمسين هي ليست خمسين جزء مستقل للدليل الذي يضيف إلى الدليل القوي، بل هي شركات بصناعات متشابهة في أوقات متشابهة. وكما لاحظ سيجل بنفسه، فإذا أخذنا بعين الاعتبار الشركات الخمس والعشرين الأعلى في الأسهم الخمسين الذكية عندما تصنّف بواسطة نسب أرباح السعر، فإن هذه الشركات لا تزال تربح أقل مما ينبغي في السوق.

حُدّ بعين الاعتبار الشركة ذات النسبة الأعلى لأرباح السعر من الأسهم الخمسين الذكية في عام 1972 وهي بولارويد Polaroid، وهو سهم «القصة» الأقصى، الذي كان مسعراً فيما بعد بأرباح 94,8 مرة. وكان مؤسسه، ادوين لاند، قد انسحب من هارفارد كمبتدئ، مثلما فعل بيل جيتز لاحقاً بعقود، ليطور فكرة من أجل فلترات الضوء المستقطبة. فأوجد شركة بولارويد لتنتج الفلترات وسوقها في عدد من التطبيقات، متضمنة ليس فقط الأجهزة العلمية بل أيضاً النظارات الشمسية وسينما 3-D. خلال تقدّم مهنته، أنتج لاند مئات الابتكارات، متضمنة كاميرا بولارويد الشهيرة التي طوّر الصّور الضوئية مباشرة. وقد كانت بعض هذه الابتكارات والتطبيقات بدعاً خادعة مرئية بسهولة للجمهور العام. كما قدّمت حركته الشبابية لتأسيس ما كان عندئذ شركة غريبة ذات تكنولوجيا عالية قصة واقعية جعلت المغالاة في تقييم الأسعار اللاحقة من قبل الجمهور العام غير مفاجئة. إذ كانت شركة بولارويد رواية السبعينات لسهم إنترنت ساحر، وبالفعل تحوّلت إلى أسوأ منذ ذلك الحين، فقد أنجزت أقل مما ينبغي في السوق بحدود 11,2٪ سنوياً بين 1972 و 1977.

وهكذا، حتى بعد دليل سيجل لا يزال لدينا عدة شركات تظهر كأمثلة عن الخطأ في التسعير. وذلك عندما تدرس أسعار عام 1970 حتى بعد عقود. وعلاوة على ذلك، فلم يزعم سيجل نفسه أن دليله يقترح أن كل الأسعار صحيحة، وبرهن أن أسهم إنترنت عديدة اليوم أصبحت بالفعل مُبالغ في تسعيرها.

وبطريقة مماثلة أيضاً، يتوقف بيتر جاربر في تحليله عن هوس التوليب أيضاً قليلاً على رفض تام للدليل على الخطأ في التسعير. ذاكراً أنه في كانون الثاني 1636 ازدادت حتى بصلات التوليب الشائعة، وليس فقط تلك المعدة بالفيروس الفسيفسائي، عشرون مرة في السعر ومن ثم مرت بانخفاض شديد التحذّر، حيث اعترف جاربر أنه «متحمّس جداً لإيجاد تفسير للمبدأ الأساسي للسوق» بالنسبة لهذه الحادثة.

دليل إحصائي عن الخطأ في التسعير

من الصعب إجراء أي أحكام موحدة حول فعالية السوق استناداً إلى بضعة حكايات عن الخطأ الشديد المزعوم في تسعير الموجودات. لكن في الحقيقة ليس هناك نقص للدليل النظامي بأن الشركات التي يبالغ في تسعيرها بالمقاييس التقليدية تميل بالفعل للعمل على نحو رديء فيما بعد. وتبين مقالات عديدة في مجالات أموال أكاديمية ذلك، ليس بوساطة أمثلة نابضة بالحياة لكن بوساطة تقدير نظامي لكم كبير من البيانات في شركات عدة. فعلى سبيل المثال، وجد سانجوي باسو في 1977 بأن الشركات ذات نسب أرباح السعر العالية تميل لتعمل على نحو رديء فيما بعد، ووجد اجون فاما وكينث فرينش في عام 1992 المثل بالنسبة للأسهم ذات القيمة المسعرة العالية في الكتاب. وأيضاً ذكر يرنر دي بونت وريتشارد ثالر في 1985 أن الشركات التي ارتفعت أسعارها بدرجة عظيمة خلال خمس سنوات مالت للانخفاض في السعر في السنوات الخمس التالية، والشركات التي انخفضت أسعارها بدرجة عظيمة خلال خمس سنوات مالت للارتفاع في السعر خلال السنوات الخمس الناجحة. وقد رأينا في الفصل السادس أن ميلاً مشابهاً كان من أجل أسواق الأسهم الوطنية حول العالم. كما وجد جي بيتر في 1991 بأن العروض العامة الأولية تحدث في قمة بدع المستثمر الخاصة بالصناعة ومن ثم تظهر تناقصات تدريجية لكن واقعية في السعر مرتبطة بالسوق عبر الثلاث سنوات التالية. وهكذا فإن هناك نوع من الارتداد للمتوسط (أو إلى القيم الماضية على المدى الأطول) بالنسبة لأسعار الأسهم، فيما يصعد للأعلى كثيراً يعود فيهبط، وما يهبط للأسفل كثيراً يعود فيصعد.

لقد شجعت هذه الاكتشافات، واكتشافات مماثلة لباحثين آخرين عدة، طريقة لفهم السوق تسمى استثمار القيمة، تقضي باختيار حقائق للأسهم المسعرة أقل من قيمتها بالقياسات التقليدية والتي كانت متجاهلة فقط مؤقتاً من

قبل المستثمرين وسوف تقدّر في النهاية. إن الوجه الآخر لهذه الاستراتيجية هو بيع الأسهم المُبالغ في تسعيرها دون سعرها. وقد يعتقد بأن الأثر العديد من مستثمري القيمة على السّوق قد يخفف، وحتى من المحتمل أن يزيل لفترة، العلاقة عبر الأسهم بين القيمة والأرباح اللاحقة. إلا أن مستثمري القيمة في النهاية يشترون الموجودات المسعّرة أقل من قيمتها ويرفعون أسعارهم، وأيضاً يحولون الطلب بعيداً عن الموجودات المُبالغ في تسعيرها.

قد تتوقف استراتيجيات عديدة لاستثمار القيمة عن العمل عندما يحتشد المستثمرون لاستغلالها، ومع هذا فلا يتبع ذلك بالتأكيد أن استثمار القيمة ككل سيوجد من أجل شيء جيد. وهنالك طرق عديدة لتعريف القيمة، ولن يجد السّوق ككل من السهل التخلص من فرص الربح كلها.

وعلاوة على ذلك، فحتى لو اختفى أثر القيمة على الربح في السّوق، فهذا لا يتبع وجوب اختفاء أثر القيمة على الربح أيضاً عبر الوقت بالنسبة للسوق ككل. فقد تتغلّب الاستراتيجية المثيرة لمستثمري القيمة على الأسهم الشخصية المُبالغ في تقييمها، لكنها لا تتغلّب على السّوق ككل عندما يُبالغ في تقييمه.

تغيرات الأرباح وتغيّرات الأسعار

هناك برهان آخر بأن الأسواق هي فعّالة جوهرياً، في معظم الإدراك العالمي، هو تعقّب أسعار الأسهم تتعقب الأرباح تقريباً مع الوقت - وأنه على الرغم من التقلّبات الكبيرة في الأرباح، فقد بقيت نسب أرباح السعر ضمن نطاق ضيق نسبياً.

لقد أورد بيتر لينش، وهو محلّل استثمار يظهر بشكل متكرّر في الإعلام هذه الأيام، في إعلان لصحيفة «فايديليتي انفيستمنت Fidelity Investment» التي نشرت صورة شخصية له بصفحة كاملة، بحروف حمراء: «بالرغم من 9 ارتدادات منذ دبلو. دبلو. آي. آي. WWII، فقد ارتفع سوق الأسهم 63 مرة

لأن الأرباح أعلى بـ 54 مرة. فالأرباح تقود السوق». وتم تصميم الإعلان ليقنع القراء بأن نمو السعر يفسر تقريباً بنمو الأرباح. ولكن الأرقام كانت في الحقيقة مضللة. فعندما يتم اختيار فترة طويلة للمقارنة، وعندما لا يتم تصحيح التضخم، ولأن الأرباح كانت منخفضة جداً تماماً بعد الحرب العالمية الثانية، فليس مفاجئاً تمكن لينش من إيجاد مثل هذا التوافق. ولكن إذا اختيرت أمثلة أخرى، فقد تبدو تغيرات الأسعار أقل تبريراً بنمو الأرباح. وتدل حال لينش على رؤية شائعة بأن تغيرات سعر الأسهم هي بشكل عام مبررة بتغيرات الأرباح، وهذا يثبت عدم نشوء حركات سعر سوق الأسهم عن أي سلوك غير عقلاني من جانب المستثمرين.

وكما لاحظنا، هناك فقط ثلاث أسواق أسهم صاعدة عظيمة، أي فترات من الزيادة المثيرة والمؤكدة لأسعار الأسهم، في تاريخ الولايات المتحدة وهي: سوق الأسهم الصاعد للعشرينات، والذي بلغ ذروته في 1929، وسوق الأسهم الصاعد للخمسينات والستينيات، متبوعاً بانهياء السوق لعام 1973 - 1974، وسوق الأسهم الصاعد المستمر من 1982 حتى الوقت الحاضر. (وربما يضيف أحد أيضاً سوق الأسهم الصاعد الذي قاد إلى القمة في 1901، ولكنه لم يكن مثيراً جداً).

لقد كان سوق الأسهم الصاعد العظيم الأول، من 1920 حتى 1929، فترة نمو سريع للأرباح. إذ تضاعفت أرباح ريل اس اند بي كومبوسايت Real S & P Composite ثلاث مرات خلال هذه الفترة، وازدادت أسعار أسهم حقيقية تقريباً سبع مرات. حيث قد يكون تغير السعر ردّة فعل على تغير الأرباح، وإن كانت الاستجابة أكثر من اللازم.

ولكن في سوق الأسهم العظيم الصاعد الثاني، لم يكن التوافق بين نمو السعر ونمو الأرباح واضحاً جداً. حيث حصل معظم النمو في السعر في ذلك الوقت في الخمسينات ومن كانون الثاني 1950 إلى كانون الأول 1959 تضاعف

مؤشر ريل اس اند بي كومبوسايت ثلاث مرات تقريباً. لكن أرباح ريل اس اند بي كومبوسايت نمت فقط 16٪ بالإجمال في ذلك العقد الكلي، كما كان إنجاز الأرباح تحت المعدل وفقاً للمعايير التاريخية. وتعتبر فترة الخمسينات بلغة نمو الاقتصاد الأعظم، أعلى قليلاً من المعدل، مع أنها لم تكن قوية مثل فترة الأربعينات أو الستينات حيث كان النمو الحقيقي المتوسط الواسع للمنتجات المحلية بنسبة 3,3٪ سنوياً من 1950 إلى 1960.

أما في سوق الأسهم الصاعد العظيم الثالث، فقد ارتفعت أسعار أسهم حقيقية أقل أو أكثر باستمرار من 1982 إلى 1999، لكن الأرباح لم تنمو مطلقاً بشكل مطرد. كما كانت أرباح ريل اس اند بي كومبوسايت بالفعل أقل في نهاية الارتداد لعام 1991 وأقل مما كانت في نهاية الارتداد لعام 1982، لكن مؤشر ريل اس اند بي كومبوسايت كان تقريباً أعلى بمرتين ونصف. ولذلك، ففي سوق الأسهم الصاعد هذا يمكن أن تظهر زيادات الأسعار كردّة فعل بسيطة على زيادات الأرباح.

وهكذا تبين هذه الأمثلة بأن نمو الأرباح ونمو الأسعار لا يتوافقان جداً بالمطلق. ولا يمكن لأحد انتقاد نظريات الفقاعات بالادعاء أنهما يتوافقان.

تغيرات الحصة وتغيرات السعر

وإن لم تُظهر أسعار الأسهم أي علاقة واضحة بالأرباح، إلا أنه لا زال هناك مسألة الحصص. فقد زعم بعض علماء الاقتصاد أن هناك علاقة جيدة بين حركات أسعار الأسهم الحقيقية وحركات الحصص الحقيقية كما برهن عالم الاقتصاد روبرت بارسكي وبراد دي لونغ أنه لا يمكن اعتبار حركات أسعار الأسهم ناتجة بشكل واسع عن سلوك مضارب للمستثمرين إذا توافقت مع حركات الحصص. واقترحا بأنه ربما كان الناس عقلانيين إذا افترضوا أن النمو الحديث للحصص قد يستمر بشك غير محدّد في المستقبل - حتى على الرغم

من حقيقة عدم استمرار درجة هذا النمو أبداً طويلاً في البيانات التاريخية الفعلية .

وقد كوّن موريس أوبستفيلد وكينث فروت، ردّة فعل لنفس المظهر من الحركة المشتركة بين الأسعار والحصص، وسلّموا بنموذج «فقاعة حقيقية» تستجيب فيها الأسعار لحركات الحصص بطريقة مُبالغ فيها بوضوح، لكنها في الحقيقة عقلانية. ففي نظريتهم، تستجيب أسعار الحصص بشدّة، وبإدراك معيّن، للحصص، ولكن بالرغم من ذلك ليس هناك فرص ربح للتجارة للاستفادة من ردّة الفعل الشديدة هذه.

أعتقد أن هؤلاء الكتاب يبالغون في قضيتهم بالنسبة للحركة المشتركة بين الحصص والأرباح. إذ أن التذبذبات في أسعار الأسهم لا تستجيب في الحقيقة بإحكام التذبذبات في الحصص. فلا بد أننا نذكر بأنه بين قمة سوق الأسهم في أيلول 1929 وأسفل قاعدته في حزيران 1932، أي عندما هبط سوق الأسهم بنسبة 81٪ كما قيس بمؤشر ريل اس اند بي كومبوسايت، فقد هبطت الحصص الفعلية فقط بنسبة 11٪ بين قمة السوق في كانون الثاني 1973 وقاعدته في كانون الأول 1974، وأيضاً عندما هبط السوق بنسبة 54٪ كما قيس بمؤشر ريل اس اند بي كومبوسايت كانت الحصص الفعلية قد هبطت فقط بنسبة 6٪. وهناك أمثلة عديدة أيضاً على ذلك.

وعلى الأرجح أيضاً أن جزء من سبب الحركة المشتركة الملاحظة بين الأسعار الحقيقية والحصص الحقيقية هو استجابة الحصص لنفس العوامل التي تؤثر بالسعر بشكل غير معقول والتي من المحتمل أن تتضمن الفقاعات المضاربة. حيث يضع المدراء الحصص، وبفعل ذلك قد يبدّلون عبر الوقت نسب أرباح الحصص، وهي درجة الدفع. وبما أن المدراء هم جزء من البيئة نفسها كالجمهور المستثمر، فهم لذلك قد يتأثروا غالباً كفاية بالإحساس المتبدّل نفسه بالتفاؤل والتشاؤم الذي يصيب الشعب، طالما سمحوا لهذا الشعور بالتأثير

في قراراتهم حول نسبة الحصص التي تدفع. وهكذا فإن الحقيقة المجردة بأن الأسعار والحصص تظهر بعض التشابه المادّي ولا تعارض إمكانية تأثر كل منهما بالطرائق والبدع.

وبالخلاصة، فإن لأسعار الأسهم بوضوح مسار خاص بها. فهي لا تستجيب ببساطة للأرباح أو الحصص. ولا تقرّر فقط بوساطة المعلومات عن أرباح وحصص المستقبل. إذ ينبغي عند البحث عن تفسيرات لحركات أسعار الأسهم، أن نمعن النظر في مكان آخر.

قابلية التطاير المفرطة والصورة الكبيرة

هناك بالفعل دليل كبير على فاعلية السوق في صحف المال الأكاديمية، لكن من الصعب القول أن هذا الدليل مؤيد للفعالية أكثر من كونه ضدها. فقد اكتشفت عدة أشياء شاذة كبيرة عبر السنوات ضمن نطاق نظرية الأسواق الفعّالة. فهناك حقيقة كانون الثاني (بأن أسعار الأسهم تميل للصعود بين كانون الأول وكانون الثاني)، وحقيقة الشركة الصغيرة، (بأن أسهم الشركات الصغيرة تميل لحمل أرباح أعلى)، وحقيقة يوم من أيام الأسبوع (بأن سوق الأسهم يعمل على نحو رديء في أيام الاثنين، وغيرها). وهكذا فكيف نستطيع عندئذ تلخيص هذا الأدب كداعم لفعالية السوق؟.

أحد الطرق للبرهان على أن الأدب على الرغم من ذلك يدعم فعالية السوق هي بالادعاء أن العديد من هذه كانت حقائق صغيرة، وليست جوهر أسواق صاعدة أو هابطة. كما أن هناك أيضاً طريقة أخرى هي تلاشي العديد من هذه الحقائق بعد أن اكتشفت، تماماً مثل حقيقة كانون الثاني وحقيقة الشركة الصغيرة. ولذلك فإن تلخيص الأدب يتطلب الدقة والحذر. ومن ناحية أخرى، تبين الحقيقة بأن هذه الشواذ استمرت لوقت طويل تبين عدم فعالية أسواق

الأسهم. ومن جهة أخرى، تقترح الحقيقة بأن العديد من هذه الحقائق تلاشت وأن هناك حقيقة رئيسية للنظرية.

لقد أدرك مورتن ميلر، وهو محامي مؤيد لنظرية الأسواق الفعالة، بأن هناك بالفعل العديد من الشواذ الصغيرة، لكنه برهن على أنها ليست ذات صلة بالموضوع إذ قال: «ما نستخلصه من كل هذه القصص في بناء نماذجنا ليس بسبب عدم أهمية القصص بل لأنها قد تكون ممتعة للغاية وبذلك تصرف انتباهنا عن قوى السوق المقاومة التي ينبغي أن تكون همّنا الرئيسي». إلا أنه لا يشرح افتراضه بأن قوى السوق المقاومة هي قوى عقلانية.

وكما حثنا ميلر أن نفعل ينبغي الاستخلاص من التفاصيل الصغيرة عن حقائق يوم من أيام الأسبوع أو ما شابه، ولكن ما هو الدليل الرئيسي على أن أسواق الأسهم فعّالة في إدراك الصورة الكبيرة؟ وهل تعكس التغيرات الكبيرة في أسعار الأسهم عبر السنين حقاً المعلومات عن التغيرات الهامة في الشركات الأساسية؟.

إن الدليل على عدم وجود زخم أو قصور ذاتي قصير المدى - وأنه ليس هناك الكثير من القابلية للتنبؤ بالتغيرات اليومية أو الشهرية في مؤشرات أسعار الأسهم - لا يخبرنا أي شيء عن الفعالية في إدراك الصورة الكبيرة. فنحن نعرف مسبقاً من استنتاج الاقتصاد البسيط بأنه لا يمكن للتغيرات اليومية في أسعار الأسهم أن تكون قابلة للتنبؤ بها، لأن قابلية التنبؤ هذه قد تكون فرصة ربح حقيقية.

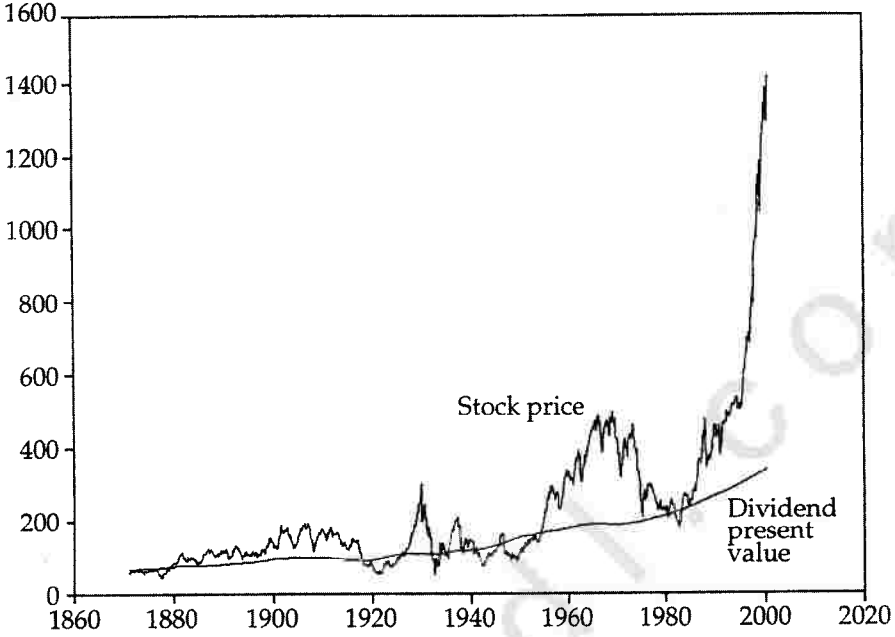
كما أن إحدى الطرق للحكم فيما إذا كان هناك دليل يدعم قابلية التطاير الرئيسية لنظرية الأسواق الفعالة، والتي نشرتها في مقالة في صحيفة «أميريكان إكونوميك ريفيو» American Economic Review في عام 1981، (في نفس الوقت الذي ظهرت فيه مقالة مماثلة لريتشارد بورتر وستيفن لي روي)، هي رؤية إمكانية أن تكون قابلية التطاير للأسعار المضاربة، تماماً مثل أسعار الأسهم،

مبرّرة بقابلية التغيّر للحصص عبر فترات طويلة من الزمن. فإذا كانت حركات أسعار الأسهم مبرّرة بلغة الحصص المستقبلية التي تدفعها الشركات، كما قد تدل ضمناً على رؤية رئيسية لنظرية الأسواق الفعّالة، ومن ثم بالأسواق الفعّالة فلا يمكن أن يكون لدينا أسعار متقلّبة بدون حصص متقلّبة لاحقاً.

وفي الحقيقة، استنتجت في مقالي، أنه ليس هناك أية حركة لأسعار الأسهم الكلية للولايات المتحدة الأمريكية وراء النمو الشائع للأسهم كانت لاحقاً مبرّرة بالحركات للحصص، عندما أظهرت القيمة الحالية للحصص نمواً متدفقاً استثنائياً. وقد جاء هذا الاستنتاج في وقت كانت فيه مهنة المال أكثر ارتباطاً بنظرية الأسواق الفعّالة مما هي الآن، ولذلك فقد أحدث ردّة فعل قوية. إذ تلقيت مهاجمات على هذا العمل أكثر مما تمنيت أن أجيب. لكن لا أحد يشك في الملاحظة بأن أسعار الأسهم كانت أكثر تقلّباً من القيمة الحالية للحصص - فقط فيما لو كان الاختلاف بين الاثنين هام إحصائياً أو فيما إذا كان توضيحي لهذا الاختلاف قد حقّق الهدف.

لقد تضمن مقالي شكل يبيّن مؤشراً لأسعار الأسهم المركبة الحقيقية اس أند بي (المعدّلة وفق التضخم) في الفترة من 1971 - 1979، وفي نفس الشكل، نجد القيمة الحالية للحصة، أي القيمة الحالية السنوية للحصص الحقيقية المدفوعة على الأسهم لاحقاً لتلك السنة، والتي تشكّل المؤشر محسوبة بإجراء افتراض حول الحصص بعد تلك السنة. كما تظهر رؤية مجددة لذلك الشكل سعر الأسهم والقيمة الحالية للحصص خلال عام 2000، مبينة بالشكل 9 - 1. ومن الواضح أن المنحنيات المبينة إلى أيسر 1980 هي نفسها المبينة في مقالي لعام 1981.

إنه لا يمكن معرفة القيمة الحالية للحصة على وجه اليقين في السنة التي تتوافق معها، إذ أنها تحدّد تماماً بوساطة الحصص بعد السنة، التي ينبغي أن تدفع برغم ذلك. ووفقاً لنموذج الأسواق الفعّالة، فإن القيمة الحالية للحصص



الشكل 9 - 1

القيمة الحالية للحصص وأسعار الأسهم، 1871 - 2000

مؤشر أسعار الأسهم الحقيقية S&P Composite (منحنى غير نظامي) والقيمة الحالية للحصص الحقيقية التالية (منحنى أملس). المصدر: حسابات كاتب مستخدماً البيانات من مصادر محددة في الشكل 1 - 1 والموصوفة في الفصل 1، الملاحظة 2. انظر النص والملاحظة 24 لهذا الفصل في وصف لهذه الحسابات

اللاحقة لأي سنة محددة هي (كما لم يعرف بعد) القيمة الأساسية الفعلية لسوق الأسهم في تلك السنة. ويفترض أن يكون المستوى الفعلي لسوق الأسهم الحقيقي في تلك السنة نفسها، أي سعر السهم المبين في الشكل 9 - 1، تنبؤاً تفاؤلياً، مستخدماً المعلومات المتوفرة في تلك السنة، عن القيمة الحالية للحصة المبينة بالنسبة للسنة نفسها.

بالنظر إلى الشكل يمكننا أن نحصل على إدراك لنطاق الصورة الكبيرة، وهو دليل هام لفعالية سوق الأسهم الإجمالي في الولايات المتحدة. فإذا تحركت القيمة الحالية للحصة لأعلى أو لأسفل بشكل كبير عبر الوقت، وإذا

تحرك سعر السهم الفعلي مع هذه الحركات كما لو كان يتنبأ بنجاح بالتغيرات في القيمة الحالية للحصة، عندئذ يمكننا القول بوجود دليل على أن أسعار الأسهم كانت تسلك وفقاً لمعتقدات نظرية الأسواق الفعّالة. ولكننا لا نرى مثل هذه الميول لأسعار الأسهم للتنبؤ بالقيمة الحالية للحصة، إذ لا تقوم القيمة الحالية للحصة بأي شيء مثير خصوصاً، بينما تقفز الأسعار هنا وهناك بدرجة عظيمة. حيث أن القيمة الحالية للحصة هي راسخة والشائعة إلى أبعد حد، وذلك إلى حد ما لأنها تصل إلى هذا المستوى في المستقبل، وإلى حد ما لأن الحصص لم تتحرك بشكل مثير جداً. وهكذا كما يبدو واضحاً الآن من تفكير بعضنا ممن لديهم حوزة حدسية للكميات دائماً، بأن حركات سوق الأسهم الكبيرة هذه لم تكن في الحقيقة مبررة بما حدث في الواقع للحصص فيما بعد. وربما يحاول أحد أن يبرهن أن جزء بسيط من قرن كامل ليس بفترة طويلة كافية من الوقت لنكون على ثقة بأن نتوقع رؤية مثل هكذا تبرير، ولكن الحقيقة أن ليس هناك أي تبرير بعد.

دعنا نركّز أولاً على القسم من الشكل 9 - 1 إلى يسار 1980، الذي كان متوفراً عندما نشرت اكتشافاتي في عام 1981. فقد تخلص حساب قيمة الحصة الحالية من التقلّبات السنوية في الحصص. وكان لتقلّبات الحصص أثر قليل على قيمة الحصة الحالية لأن هذه التقلّبات كانت دائمة مؤقتة.

انظر على سبيل المثال، إلى التغير في القيمة الحالية للحصة عبر سنوات العشرينات لسوق الأسهم الصاعد البالغ ذروته في 1929. حيث ازداد المؤشر الحقيقي ريل اس اند بي كومبوسايت بنسبة 415,4% من أدناه في كانون الأول 1920 حتى أعلاه في أيلول 1929. وفي نفس الوقت، زادت قيمة الحصة الحالية بحدود 16,4% فقط.

والسؤال لماذا يكون هناك تناقض بين نمو سعر الأسهم ونمو القيمة الحالية للحصة؟ لقد ارتفعت حصص فعلية مدفوعة في مؤشر ريل اس اند بي

كومبوسايت بنسبة 106,7٪ عبر هذه الفترة، أي أقل بكثير من الزيادة بنسبة 415٪ في أسعار الأسهم الحقيقية لكن لا تزال أكبر بكثير من الزيادة في القيمة الحالية للحصة. فإذا كانت الحصص بشكل عام تنمو كثيراً جداً أثناء العشرينات، عندئذ لماذا كانت قيمتها الحالية تنمو قليلاً جداً؟ والجواب هو أن الزيادة في الحصة في العشرينات لم تدم طويلاً. فقد كانت ضيقة بشكل كبير بالنسبة إلى العشرينات ولذلك لم تسهم بشكل هائل في القيمة الحالية لكل الحصص المستقبلية الحقيقية بشكل غير محدود. وكانت الحصص النامية للعشرينات فقط جزء صغير من الصورة المستمرة بأنه يفترض أن يسعر السوق، وفقاً لنظرية الأسواق الفعالة، وبأن السعر لا ينبغي أن يكون متأثراً بإفراط بتقلبات بضعة سنوات في الحصص.

انظر أيضاً، إلى حركة القيمة للحصص الحقيقية عبر السنوات اللاحقة لعام 1929، متضمنة الهبوط العظيم للثلاثينات. فبينما هبط المؤشر الحقيقي ريل اس اند بي كومبوسايت بشكل مشؤوم، بنسبة 80,6٪ من القمة في أيلول 1929 إلى القاعدة في حزيران 1932، هبطت القيمة الفعلية للحصص فقط 3,1٪. والسبب بأن الانخفاض في القيمة الحالية للحصة كان صغيراً للغاية بين 1929 و 1932 هو أن الحصص لم تهبط بشكل مثير أو لوقت طويل. إلا أن الحصص الحقيقية في الواقع هبطت قليلاً بين أيلول 1929 وحزيران 1932، لأن الشركات كانت ممانعة لقطع حصصها الاسمية بقدر ما يتوقعه الانكماش في مستوى سعر الاقتصاد العريض.

وهكذا، فبأثر رجعي، نعلم بأن الصعود في سوق الأسهم من 1920 إلى 1929 كان خطأ هائلاً وبأن الهبوط من 1929 إلى 1932 كان خطأ هائلاً آخر، لكن لم يحدث عملياً في الواقع شيء من هذا عبر أي من هذه الفترات للقيمة الحالية للحصة. وبالطبع ربما اعتقد الناس بأنه كان حقاً هناك أخبار ستغير السير الأطول للحصص الطويلة الأمد، وأن هناك سبب للهبوط المفاجئ في

الأسعار. وربما كان حتى لديهم أسباب معقولة ظاهرياً لهذا الاعتقاد. لكن في الحقيقة لم يحصل مثل هذا التغير.

إن النقطة الأساسية التي بينتها في 1981 كانت بأن أسعار الأسهم تبدو كثيرة التقلب حتى تحدّد بالتوافق مع الأسواق الفعّالة. فإذا كان يفترض بأسعار الأسهم أن تكون تفاؤلياً بالقيمة الحالية للحصة، عندئذ ينبغي ألا تففز هنا وهناك بشكل شاذ بينما تنمو القيمة الأساسية الفعلية باتجاه متدفق مطولاً.

تعلمنا الأخذ بعين الاعتبار الشكل 9 - 1 بأن التفسير الشائع المحدّد في وسائل الإعلام بالنسبة لتقلّبات سوق الأسهم بلغة وجهة النظر تجاه دورة العمل القصيرة المدى هو عموماً مضللاً. والشيء المتوقع هو أنه لا ينبغي أن يكون للارتداد المؤقت أثر فعلي على أسعار الأسهم، إذا كانت نظرية الأسواق الفعّالة صحيحة. ولذلك فإذا كانت التقلّبات في أسعار الأسهم قابلة للتفسير بلغة نظرية الأسواق الفعّالة، ينبغي بدلاً من ذلك أن تكون مطابقة للمعلومات الجديدة حول النظرة المستمرة من أجل الحصص الحقيقية. وعلى الرغم من ذلك ففي التاريخ الكلي لسوق أسهم الولايات المتحدة لم نرَ أبداً مثل هذه التقلّبات، لأن الحصص كانت تتبع باعتدال سير نمو ثابت. وكما برهنت في مقالي في 1981، فإن الطريقة الوحيدة للتوفيق بين قابلية التطاير لأسعار الأسهم مع نموذج الأسواق الفعّالة هو بفرض أنه، بطريقة أو بأخرى، فالتقلّبات التاريخية للحصص حول سير نموها ليست ممثلة للتقلّبات المحتملة. أي أن أحداً قد يقول بأن التقلّبات الملاحظة في أسعار الأسهم كانت نتيجة هموم الناس القانونية مع حركات الحصص الدائمة والرئيسية الممكنة التي لم يصادف حدوثها في قرن البيانات الذي نرتقبه. فعلى سبيل المثال، ربما قلق الناس بشأن حدث نادر وكبير، تماماً مثل تأمين ومصادرة كاملة لسوق الأسهم من قبل الحكومة، أو تطوّر هام تكنولوجي هائل يجعل الشركات الموجودة قادرة على وضع حصص أكثر بعدّة مرّات.

كما ذكرت مسبقاً، فقد جذب عملي انتباه جمع غفير من النقاد. وكان الأكثر بروزاً بينهم روبرت مورتن، وهو واضع نظريات مالية لامع كان قد فاز فيما بعد بجائزة نوبل في الاقتصاد (وأيضاً عانى من خسارة مالية هامة كمدير في صندوق الوقاية من الخسارة «إدارة رأس المال على المدى البعيد» Long Term Capital Management). كتب مورتن، مع تيري مارش، مقالة في صحيفة «أميركان إكونوميك ريفيو» في 1986 برهنت ضد نتائجي واستنتجت، بشكٍ مناقض، أن الأسواق المضاربة لم تكن متقلبة جداً.

كما كنا أنا وجون كامبل قد كتبنا عدد من المقالات محاولين وضع هذه المزاعم بسرعة التطاير المفرطة في منزلة آمنة أكثر، وأنشأنا نماذج إحصائية لدراسة الموضوع والتعامل مع بعض المشكلات المؤكدة من قبل النقاد. فشرعنا بأننا قد أسسنا بطريقة مقنعة تماماً بأن أسواق الأسهم تدنس نموذج الأسواق الفعالة.

لكن بحثنا لم يوطّد تماماً الأمر، على أي حال. إلا أن العديد من المواضيع الإحصائية الممكنة التي يمكن أن تُثار، ولا يمكن أن تثبت العينة المقدمة بفترة قصيرة تماماً عبر قرن البيانات أي شيء.

وينبغي أن نذكر أيضاً أن بعض الأجزاء الماديّة لسرعة التطاير في الأسواق المالية ربما تبرّر بوساطة الأخبار عن الأرباح والحصص المستقبلية. فقد كان سلوك الحصص المشتركة الشائعة جداً للولايات المتحدة خلال القرن الماضي إلى حد ما ناشئاً عن الحظ، ولا يقول أي قانون بوجوب تثبيت الحصص باتجاه معين. وبالأخذ بعين الاعتبار الشك حول النزعة، فقد قمنا أنا وكامبل، في شرح النتائج لأحد دراساتنا الإحصائية، بتقدير أن 27٪ من سرعة التطاير للربح السنوي لسوق أسهم الولايات المتحدة قد يكون مبرراً بلغة المعلومات الحقيقية حول الحصص المستقبلية. ومن ثم وجد كامبل وجون أمير، باستخدام طرائق متشابهة ومجموعة بيانات أحدث (خاصة بفترة ما بعد الحرب)، أن 15٪ من

سرعة التطاير في الأرباح الشهرية لسوق أسهم الولايات المتحدة يمكن أن تكون مساهمة بالمعلومات الحقيقية حول الحصص المستقبلية.

وقد وجدت دليلاً أقل عن سرعة التطاير المفرطة بمعدلات فائدة طويلة المدى ودليل صغير على سرعة التطاير المفرطة في الانتشار بين مؤشرات أسعار الأسهم. إذ ربما تكون سرعة التطاير المفرطة الناشئة عن الفقاعات المضاربة فقط أحد العوامل التي تقود أسواق الأسهم، ويختلف بروز هذا العامل عبر الأسواق ومع الوقت. فنحن لسنا دائماً في حالة سرعة تطاير مفرطة.

تجديد الرسم البياني

نبدو الآن في وضع ما في سوق الأسهم. حيث أن مجموعة البيانات التي استخدمتها في مقالتي عن سرعة التطاير المفرطة في أسعار الأسهم والتي انتهت في 1979، تعود لأكثر من 20 سنة مضت. ويمكن أن يرى أحدهم ماذا حدث لأسعار الأسهم منذ ذلك الحين بالنظر إلى المنحنيات في الشكل 9 - 1 إلى يمين عام 1979. فما هذا التحوّل الذي جلبته عشرين سنة من البيانات! كما نمت سلسلة الأسعار، المنتهية في عام 2000 بسرعة مناسبة للحصص، وكان ذلك وراء كل ما شوهد مسبقاً.

ومن الواضح أن هناك تفسير واحد للشكل 9 - 1 هو أن النتوء المفاجئ يمثل «الحدث النادر، الكبير» الذي قد يوفق في النهاية بين نظرية الأسواق الفعّالة وهذه البيانات. لكن قد يقترح نتوء حاد مفاجئ في سلسلة الحصص، وليس سلسلة السعر، توافقاً مع نظرية الأسواق الفعّالة. إذ يعمق النتوء في السعر لوحده فقط الشك في سرعة التطاير المفرطة ويتطلب وجوب تحرك الحصص ببعد أكثر فعلياً إذا كانت حركاتها تنقذ نموذج الأسواق الفعّالة البسيط.

إن التضرع لنظرية الأسواق الفعّالة لتدل ضمناً على أن المستوى الرفيع الحديث في سوق الأسهم هو استجابة دقيقة وروتينية للأخبار الحقيقية هو ليس

صحيحاً تماماً. ولتبرير الفكرة بأن سوق الأسهم هو الآن في المستوى المناسب، ربما ينبغي علينا أن نبرهن أنه لم يكن كذلك من قبل. وهكذا قد يكون البرهان معارضاً بشدة لنظرية الأسواق الفعالة - وبرغم ذلك فلا يمكن أن نطرده من اليد، بالتوازي مع العدد الكبير من الناس الذين يقومون بتطويره. لذلك ننتقل إلى الحديث عن ذلك البرهان في الجزء التالي.

عاشراً

تعلم المستثمرين - ونسيانهم

بالإضافة إلى مناقشة السير العشوائي للأسواق الفعّالة، فهناك تبرير آخر بالنسبة للوفرة في السُّوق وهو أن الشعب بصورة عامة قد تعلّم بأن القيمة المستمرة للسوق هي حقاً أعظم مما اعتقدوا، وأعظم مما كان قد اقترح متنبئون تقليديون بما ينبغي أن تكون عليه. ووفقاً لهذه النظرية، فإن السُّوق أعلى اليوم لأن الشعب تعلّم الآن بعض الحقائق البسيطة عن التنوع والأرباح المتوسطة التاريخية. وتختلف هذه المناقشة عن مناقشة الأسواق الفعّالة في دعمها أن السُّوق كان سابقاً مسعّراً بشكل منخفض جداً بسبب جهل الشعب. والمناقشة جوهرياً هي أن «السُّوق لم يكن فعّالاً في بضع سنوات مضت، إذ كان منخفضاً جداً، لكنه ربما يكون فعّالاً اليوم».

ومن المحتمل أن يكون مقبولاً ظاهرياً، على الأقل بالنظرة الأولى، بأن يكون المجتمع قد تعلّم بأن السُّوق قيّم أكثر بكثير مما كان معتقداً. حيث يتعلّم المجتمع ككل، ويعد الأثر التراكمي لمثل هذا التعلّم سبب إحراز المجتمع الحديث تقدّم عند مقارنته بالقرون السابقة. لكن يبقى السؤال فيما إذا كان

المجتمع حقاً قد تعلّم شيئاً هاماً عن سوق الأسهم. وهل هذا حقاً صحيحاً؟ وإذا كان كذلك فماذا تعلّمنا؟

«التعلّم» عن المجازفة

يقال بشكل شائع بأن الناس علموا حديثاً بأن سوق الأسهم هو أقل خطراً بكثير مما اعتقدوا فيما مضى، وبأن سوق الأسهم فاق دائماً بإنجازاته استثمارات أخرى. و«معرفتهم» هذه هي على نحو مزعوم نتيجة تغطية وسائل الإعلام المنتشرة في بضعة سنوات الماضية، والتفوق التاريخي للأسهم كاستثمارات، ونشر الطبعة الأولى من كتاب جيرمي سيجل «Stocks for the Long Run» لأسهم للأمد الطويل» في عام 1994. ووفقاً لهذه الدراسة، فقد أدرك الناس أنهم كانوا، في ضوء الإحصائيات التاريخية، خائفين للغاية من الأسهم. كما يدعو المستثمرون بتسلّحهم بهذه المعرفة الجديدة، الأسهم إلى مستوى أعلى الآن، أي إلى مستواها الصحيح والعقلاني، حيث لم تكن دائماً تشكّل خطراً شديداً بالنسبة لهم. كما ستدفع الأسهم المُباعة الآن بأسعار أعلى، بالمقابل ثماراً أقل - لكن يعد هذا كله مناسباً للمستثمرين، لأنهم يعلمون بأن الأسهم ليست كلها خطرة لهذا الحد. وبمعنى آخر، فقد انخفضت مكافأة العدالة، أي الربح الإضافي الذي يطلبه الناس لتعويضهم عن المجازفة بالاستثمار في سوق الأسهم، وذلك لأن المستثمرين بدأوا فجأة يقدّرون السجل التاريخي لخطر سوق الأسهم.

ومن الصحيح أن الشعب أصبح يلحظ مخاطرة أقل في سوق الأسهم مما فعل منذ عشر سنوات مضت. ولقد رأينا في الجزء الثالث نتائج تقرير أظهرت أن الناس الآن يميلون للاعتقاد بأن انخفاض سوق الأسهم الكبير ليوم واحد سوف ينعكس في اليوم التالي. كما رأينا أن هناك الآن دعم شعبي قوي للفكرة القائلة بأنه إذا كان هناك انهيار آخر لسوق الأسهم، فإن السوق سوف يعود

بالتأكيد ليصعد خلال سنتين أو أكثر. ولذلك فمن الواضح أن إمكانية انخفاضات رئيسية في سوق الأسهم لا تقلق معظم الناس كثيراً بعد الآن. ولكن هل سبب ذلك هو اكتساب الناس بعض المعارف الجديدة الحقيقية؟ أو هل تنشأ المواقف الشعبية الجديدة عن شيء ما مختلف تماماً - وسريع الزوال؟

من الواضح أن هناك مشكلة في نظرية «المعرفة الجديدة» هذه هي الحقيقة التاريخية التي تعلّمها المستثمرون فرضياً، والقائلة بأن سوق الأسهم فاق إنجازَه بشكل كبير استثمارات أخرى، هي ليست وحياً جديداً. ففي الحقيقة، أحدث الكتاب الأفضل مبيعاً في 1924 لإدج لورانس سميث عدد من المقارنات التاريخية للاستثمارات في الأسهم مقابل السندات ووجد بأن الأسهم صدرت دائماً عبر فترات طويلة، في فترات الأسعار العامة المرتفعة (التضخم) وفترات الأسعار العامة المنخفضة (الانكماش). حيث شرح سميث، كما فعل كاتب آخر في نفس الوقت يدعى كينث فان سترام، بأن الاستثمار في السندات كان خطراً، أيضاً، لأنه على الرغم من رسوخ القِيم الاسمية لدفعات السندات، إلا أن قيمتها الحقيقية تتقلب مع مستوى الأسعار العام.

ووفقاً لكتاب الأستاذ آرفينغ فيشر، في 1929، «ألقت الكتب قبلة في عالم الاستثمار» إذ اعتقد فيشر بأن حدوث سوق الأسهم الصاعد للعشرينات كان نتيجة تعلّم الشعب من هذه الكتب: «فقط عندما بدأ الشعب يدرك، بشكل كبير من خلال كتاب ادغار لورانس سميث، بأن الأسهم كانت مفضّلة على السندات أثناء فترة انخفاض الدولار، بدأ سوق الأسهم الصاعد جدياً يسبّب تقييم مناسب للحصص الشائعة».

كما شارك آخرون فيشر في اعتقاده حول تعلّم الشعب، فقد كتب كارلوس آموس دايس في 1929 بأن «التحامل القديم ضد أسواق الكفالة والخوف منها كان مبدداً بشكل كبير بتعلّم الشعب حول ما يتعلّق بالأسهم والسندات». وأكد ذلك كاتب في صحيفة «نيويورك هيرالد تريبيون» New York

«Herald Tribune» في 1929 قائلاً: «من المفرح أن نراقب نمو الأعمال... لكن هناك أهمية أكبر بكثير في نمو الفهم بين الناس الذين يجعلون نمو الاقتصاد ممكناً. فليس هناك شيء يعيق تقدّم أي صناعة موثوقة عندما يؤمن عدد متزايد من الناس بها، ويصبحون ملاكاً أعضاء في الأعمال، ويستمرّون في الاطلاع بانتظام وبشكل موثوق».

فلو علم الناس في 1929 بأن الأسهم سيطرت على السندات في أسعار العشرينات، فيبدو أنهم نسوا المعلومات فيما بعد، أو على الأقل غيروا مشاعرهم تجاهها. والسؤال المطروح أمامنا هو: «من خلال ترقّب سوق الأسهم الحديث، فهل تعلّم الناس حقاً هذه المرة بأن الأسهم دائماً تفوق بإنجازها السندات، وهل سيستمرّون في معرفة هذا في المستقبل؟».

والحقيقة التي تتردّد بشكل واسع هي عدم وجود فترة ثلاثين سنة فاقت عبرها السندات بإنجازها الأسهم في الولايات المتحدة. والحقيقة المفترضة ليست حقاً صحيحة، كما يشير جيرمي سيجل في كتابه «أسهم للأمد الطويل Stocks for the Long Run»، فقد فاقت الأسهم بإنجازها السندات في الفترة بين 1831 - 1861. قد يبدو أن وقتاً طويلاً قد مضى قبل أن يدرك أحدهم بأنه ليس هناك العديد من فترات الثلاثين سنة الغير متراكبة في تاريخ سوق أسهم الولايات المتحدة، فهناك فقط أربع فترات كاملة منذ 1861. إلا أن هناك العديد من فترات ثلاثين سنة متشابهة، وإن لم يكن هناك بالطبع أجزاء مستقلة من الدليل. وهكذا مع هذا التاريخ المحدود نسبياً من فترات الثلاثين سنة لأرباح سوق الأسهم، ينبغي أن ندرك بأن هناك دليل صغير بأن الأسهم لا يمكن أن تنجز أقل مما ينبغي في المستقبل.

فإذا أخذنا فترة عشرة سنوات كمقياس، ثم بعض فترات أحدث حققت فيها الأسهم معدلات فائدة أقل مما ينبغي لأجل قصير. فقد حدّدت في هذا الكتاب ثلاثة قمم رئيسية لنسب أرباح السعر قبل الفترة الحديثة وهي: قمة

حزيران 1901، وأيلول 1929، وكانون الثاني 1966. ففي فترة العشرة سنوات التي تلت اثنين من هذه القمم الثلاث (قمم 1929 و 1966)، حققت أرباح سوق الأسهم معدلات فائدة لأجل قصير أقل مما ينبغي. وأيضاً إذا أخذنا فترات عشرين سنة كمقياس، فعندئذ من الصحيح أنه من الفترات الزمنية الثلاث هذه، حققت الأسهم حقاً معدلات فائدة لأجل قصير أقل مما ينبغي فقط في الفترة من 1901 - 1920. ولكن في كل فترات العشرين سنة التي تلت هذه القمم، عمل سوق الأسهم على نحو أسوأ بالتكاليف الحقيقية (المعدلة وفق التضخم). وكان الربح الحقيقي المتوسط (الهندسي) في مؤشر ريل اس اند بي كومبوسايت، - 0,2٪ خلال سنة من حزيران 1901 إلى حزيران 1902، و 0,4٪ خلال سنة من أيلول 1929 إلى أيلول 1949، و 1,9٪ خلال سنة من كانون الثاني 1966 إلى كانون الثاني 1986. وعلى الرغم من هذه الأرباح الضئيلة، فقد حقق سوق الأسهم معدلات فائدة أقل لأجل قصير مما ينبغي أثناء الفترات من 1929 - 1949، ومن 1966 - 1986 حيث أدى التضخم إلى وصول المعدل الحقيقي لمعدلات الفائدة لأجل قصير إلى مستويات منخفضة جداً، وفي الحقيقة إلى منطقة سلبية في 1929 - 1949. كما كان للفترات التضخمية التي ارتبطت بالحرب العالمية الأولى، والحرب العالمية الثانية، وحرب فيتنام، أثر إزالة قوة الشراء لفائدة كسب المال. ومن الصعب رؤية أية علاقة بحالة اليوم للحقيقة بأن التضخم أزال القيمة الحقيقية للفائدة القصيرة الأجل في الفترات التاريخية هذه. إذ لدينا اليوم سندات مؤشرة على التضخم تنتج نسبة 4٪ مضمونة ضد آثار التضخم.

وعلاوة على ذلك، ربما تكون الولايات المتحدة نفسها استثناء أكثر من القاعدة بلغة الأرباح الحقيقية في سوق الأسهم. فقد درس فيليب غوريون وويليام جوتزمان نسب ارتفاع أسعار سوق الأسهم الحقيقية (باستثناء الحصص) لتسعة وثلاثين بلداً للفترة من 1926 - 1996، ووجدوا بأن النسبة الحقيقية لارتفاع

التمن كانت فقط 8٪ سنوياً لهذه البلدان (مقارنة مع 4,3٪ سنوياً في الولايات المتحدة). وهكذا، إذا أخذنا تجربة بلدان أخرى على أنها متصلة بتجربتنا، قد نتوقع إنجازاً أسوأ بكثير لسوق الأسهم في المستقبل.

وببساطة فلا يوجد هناك الدليل على أن الأسهم سوف تفوق دائماً السندات عبر فواصل زمنية طويلة. وعلاوة على ذلك، حتى لو دعم التاريخ هذه النظرة، فينبغي أن ندرك (وفي بعض المستويات ينبغي أن يدرك غالبية الناس) بأن المستقبل لن يكون بالضرورة مثل الماضي. فعلى سبيل المثال، قد يكون هناك الآن مع المستثمرين المدعومين بالنجاحات الماضية في سوق الأسهم، فرط في الاستثمار واسع الانتشار. وقد تكون الشركات قد أحدثت العديد من الخطط الطموحة وأنفقت الكثير على التطوير والترويج للمنتجات، ولذلك فهي لا تعمل جيداً كما فعلت في الماضي. وأيضاً ربما تكون بعض التغيرات التكنولوجية الكثيرة التي استطلعت بشكل كبير كأسباب للتفاوت بالأعمال الموجودة في الحقيقة أسباب عدم تأكيد إمكانياتها بشكل أكبر. والآن قد تقلل التكنولوجيا الفائدة المتمتع بها من قبل الشركات الموجودة وتسبب استبدالها بشركات أحدث تبدأ فجأة. ولذلك فقد ترفع هذه التغيرات بدل أن تخفض الإمكانية بأن الأسهم سوف تحقق أقل مما ينبغي في السنوات الثلاثين التالية. والأهم من ذلك فالمستقبل بالتأكيد ليس كالماضي إذ أنه، بالتوازي مع نسب أرباح السعر العالية الموثقة مسبقاً، فالسوق مسعر أعلى مما كان من قبل.

ولذلك فإن الحقيقة بتفوق الأسهم على السندات ليست مطلقة. إذ لم يتعلم الناس حقيقة أساسية. وبدلاً من ذلك، فقد تحول اهتمامهم بعيداً عن بعض الحقائق الأساسية. كما يبدو غير متيقظين للغاية على الأقل لحقيقة أساسية غير زائفة عن الأسهم تقول بأنها مزاعم متخلفة على تدفق النقد المتبادل، والمتوفر لحملة الأسهم فقط بعد أن يتم الدفع لكل شخص آخر. ولذلك تعد الأسهم بتعريفها المطلق خطرة. كما فقد المستثمرون أيضاً رؤية

لحقيقة أخرى تقول بأن لا أحد يضمن بأن الأسهم سوف تعمل على نحو جيد. وأيضاً ليس هناك خطة رفاهية لهؤلاء الناس الذين يخسرون في سوق الأسهم.

فكرة «الأسهم فاقت دائماً بإنجازها السندات» في ثقافة الاستثمار

منذ تسع سنوات كنت مشدوهاً للغاية بالوجود الكلي للملاحظة بأن الأسهم فاقت تاريخياً بإنجازها السندات حتى أنني قرّرت محاولة تقدير كم كانت حقاً تلك الملاحظة شائعة. ولذلك سألت الأسئلة التالية في تقرير استفتائي لمستثمري الولايات المتحدة المؤسّساتيين في عام 1991:

تأمل المناقشة التالية:

«خلال الخمس وستون سنة الماضية، كسبت الأسهم أرباحاً أكثر بكثير من السندات ولم يكن هناك فترة عشرين سنة منذ 1926 فاقت فيها السندات بإنجازها الأسهم. ولذلك، ينبغي أن يكون أي شخص خلال أفق زمني لعشرين سنة أو أكثر مستثمراً في الأسهم قبل كل شيء».

(ضع دائرة حول أحد الرقمين).

1 - أوافق على هذه المقولة.

2 - لا أوافق على هذه المقولة.

من 172 مجيب، 84٪ اختاروا 1 وفقط 16٪ اختاروا 2 - وهذا يعني موافقة موحدة على تعبير مصاغ بقوة.

إلا أن صياغة السؤال لم تجعل من الواضح كم مرة سمع المجيبين بأن الأسهم فاقت دائماً بإنجازها السندات. ولتوضيح ذلك، في خريف عام 1933 سألت مستثمرين مؤسّساتيين سؤال مشابه لكل مصاغ بشكل مختلف:

تأمل الادعاء التالي:

«ليس هناك فترة ثلاثين سنة منذ 1860 فاقت فيها سندات حكومة الولايات

المتحدة بإنجازها الأسهم. هل سمعت تقريباً هذا الادعاء (حتى لو اختلفت بعض التفاصيل، مثل فترة ثلاثين سنة)؟

1 - نعم، غالباً.

2 - نعم، مرة أو مرتين.

3 - لا.

من 125 مجيب، 52٪ اختاروا «نعم، غالباً»، 22٪ اختاروا «نعم، مرة أو مرتين»، 26٪ اختاروا «لا». وهكذا فإن 74٪ يقولون بأنهم يتذكرون أنهم سمعوا مثل هذا التعبير. إذ أن تعابير مثل هذه كانت في ذلك الوقت جزء من ثقافتنا الاستثمارية بوضوح.

لكن لا يمكن معرفة السجل التاريخي الطويل الأمد، أو معرفة التواريخ ما وراء على الأقل 1924 والتي كانت تذكر بشكل كبير في 1991 أو 1993، أن تكون مسؤولة مباشرة عن ارتفاع مفاجئ في أسعار الأسهم للمستويات القياسية في أواخر التسعينات. فقد كانت المعرفة تبدو على وجوه المستثمرين بشكل واضح دائماً. كما كسبت ثقة الشعب بأن أي انخفاض في السوق سوف ينعكس قوة استثنائية بالفعل في سنوات حديثة، لكن هذه الثقة لا تنشأ عن وميض أخبار مفاجئة عن السجل التاريخي. إذ كما برهنت، فهي تنشأ عن أشياء مثل آلية المردود من زيادات الأسعار السابقة (التي نُوقشت في الفصل الثالث)، وتنشأ بالنهاية عن عوامل متنوعة مترسبة (نُوقشت في الفصل الثاني) وليس باكتشاف مفاجئ لدروس من البيانات التاريخية الطويلة الأمد.

التعلم عن صناديق الاستثمار، التنوع، والممتلكات لأجل طويل

برهن جيمس جلاسمان وكيفن هاسيت، في مقالتيْن مؤثرتين في صحيفة وول ستريت في 1998 و1999، بأن «المستثمرون أصبحوا أكثر ثقافة حول الأسهم، والفضل الأكبر للصناديق الاستثمارية والإعلام. فقد تعلموا بأن

يستمرّوا لأجل طويل وأن يعتبروا بأن انخفاضات الأسهم هي فرص للشراء وبأنها عابرة». وهكذا، استنتجوا بأن المستثمرين تعلّموا عدم خطورة محفظة متنوعة للأسهم، وبأن الأسهم قيمة أكثر كاستثمارات مما اعتقدوا سابقاً. ولذلك، فهم الآن مستعدين ليدفعوا أكثر بكثير من أجل الأسهم. لأنه بسبب الطلب المتزايد للمستثمر على الأسهم، فسبقى سوق الأسهم باستمرار في مستوى أعلى في المستقبل.

ثم ألحق جلاسيمان وهاسيت هذه المقالات بكتاب، «The New Strategy: Dow 36,000 for Profiting from Coming Rise In the Stock Market»، داو 36,000: الاستراتيجية الجديدة من أجل الاستفادة من الارتفاع الآتي في سوق الأسهم». حيث أكّدا في هذا الكتاب بأن المستثمرين لم ينتهوا من التعلّم عن عدم خطورة ممتلكات متنوعة من الأسهم وبأنهم سوف يستمرون في زيادة أسعار الأسهم في السنوات القادمة طالما أنهم لا زالوا يتسلّحون بهذه المعرفة. كما زعما بأن «تاريخ هدف محسوس لـ داو 36,000 هو بداية 2005، لكن قد يتم بلوغه قبل ذلك بكثير». فإذا كان هذا صحيحاً، فإن لأحدهم فرصة لكسب الكثير من المال بين 2000 و2005، أو حتى أقرب، عن طريق الاستثمار في الأسهم بينما لا يزال المستثمرون بصورة عامة يتعلّمون عن قيمة الأسهم. وعلى الرغم من الفكرة المزعومة للكتاب بأن الأسهم ليست خطرة جداً حتى يعتقد بأنها قابلة للتبادل مع سندات الحكومة. إلا أن الخطوة لبيع الكتاب (كما يمكن أن ترى في عنوانه) هي في الواقع بأن لا أحد يمكن أن يصبح غنياً بسرعة عن طريق الاستثمار في الأسهم الآن، بينما يتعلّم أناس آخرون فيما بعد بأن الأسهم ليست خطرة.

لقد كان جلاسيمان وهاسيت محقّين في قولهما بأن الناس يفكرون في فوائد الصناديق الاستثمارية، بالاستثمار لأجل طويل، وبالفكرة بأن انخفاضات أسعار الأسهم مؤقتة - لكن ينبغي ألا يستنتج من هذا أن الناس تعلموا أو أنهم

في طريقهم للتعلّم عن بعض الحقائق الهامة . لقد رأينا مسبقاً بأن انخفاضات أسعار الأسهم ليست مؤقتة جداً، لأنها قد تستمر لعقود، وهكذا ينبغي أن يلاحظ حتى المستثمرين لأجل طويل خطورة في استثمارات سوق الأسهم . كم أن هناك أيضاً سبباً للتصديق بأن الكثير من الحماسة للصناديق الاستثمارية هي نوع من بدعة المستثمر التي لم تنشأ عن تعلّم حقيقي .

كما يبدي مستثمرون اهتماماً عظيماً باختيار صندوق الاستثمار الصحيح، ويأخذ اهتمامهم هذا بالصناديق الاستثمارية غالباً شكل الانتقال من واحد إلى التالي . واستجابة لاهتمام المستثمر المضاعف هذا، فإن صناعة الصناديق الاستثمارية تنتج آلاف الصناديق الأخرى، بالتكاثر الموازي للإعلانات والمراسلات البريدية . وعلى الرغم من ذلك فقد وجدت دراسات لعمل الصناديق الاستثمارية أنه برغم وجود بعض الميل لاستمرار الصناديق الاستثمارية التي عملت بشكل جيد بذلك، فإن هذا الميل ضعيف ولا يدوم طويلاً . حيث يبدو أن الناس يعتقدون أن تأمل درجات عمل الصناديق الاستثمارية وتحويل استثماراتهم باستمرار إلى المنجزين الحاليين الأكبر هو عمل ذكي، إلا أنهم في الحقيقة قد كسبوا القليل نسبياً بعمل ذلك .

ولتقييم شعور المستثمرين بقدرتهم على صنع الأموال في سوق الأسهم، والدور الذي تلعبه الصناديق الاستثمارية في هذه العملية، فقد ضمنت في تقرير استفتائي في عام 1996 لمستثمرين فرديين تنمة الأسئلة عن مستويات ثقتهم بالاستثمار بشكل عام وكذلك بالاستثمار في الصناديق الاستثمارية . حيث كانت الأسئلة، والنسبة المئوية للإجابات على كل سؤال كالتالي :

إن محاولة توقيت سوق الأسهم، لنخرج قبل أن يهبط وندخل قبل أن يصعد، هي :

1 - عمل ذكي . يمكن أن أتوقع بشكل معقول بأن أكون ناجحاً في ذلك .

2 - ليست عمل ذكي . لا يمكنني أن أتوقع بشكل معقول بأن أكون ناجحاً في ذلك .

7/83

3 - لا رأي .

5/

(عدد المجيبين 131) .

إن محاولة انتقاء أسهم فردية، أو محاولة التنبؤ، على سبيل المثال، فيما لو كانت أسهم فورد موتور أو أسهم آي بي إم سوف تصعد أو متى، هي :

1 - عمل ذكي . يمكن أن أتوقع بشكل معقول بأن أكون ناجحاً في ذلك .

40/

2 - ليست عمل ذكي . لا يمكنني أن أتوقع بشكل معقول بأن أكون ناجحاً في ذلك .

51/

3 - لا رأي .

8/

(عدد المجيبين 131) .

إن محاولة انتقاء صناديق استثمارية، أو محاولة حساب أي من الصناديق لديها خبراء يستطيعون بأنفسهم انتقاء أسهم سترنف، هي :

1 - عمل ذكي . يمكن أن أتوقع بشكل معقول بأن أكون ناجحاً في ذلك .

50/

2 - ليست عمل ذكي . لا يمكنني أن أتوقع بشكل معقول بأن أكون ناجحاً في ذلك .

27/

3 - لا رأي .

/23

(عدد المجيبين 132) .

من هذه النتائج، نرى أن الناس بشكل فعلي يؤمنون بفعالية السوق ككل ولذلك توقفوا عن توقيته، ولكنهم غالباً يعتقدون بأنه لا يزال باستطاعتهم انتقاء أسهم فردية و(خصوصاً) صناديق استثمارية. إذ يقول 27٪ فقط بأن محاولة انتقاء الصناديق الاستثمارية التي ستعمل على نحو جيد ليس بعمل ذكي، مقارنة مع 51٪ يقولون بأن محاولة انتقاء أسهم فردية و83٪ يقولون بأن محاولة توقيت السوق ليست بأعمال ذكية.

فإذا آمن أحدهم حقاً بالأسواق الفعالة، عندها قد يجيب «إن محاولة القيام بذلك ليست عملاً ذكياً» على كل الأسئلة هذه. فإذا كانت أسعار الأسهم خطوة عشوائية، عندئذ لا أحد يستطيع انتقاء أوقات لدخول السوق، ولا أحد يستطيع انتقاء آخرين لفعل ذلك.

ولأن هناك فقط دليل متواضع على أن أحداً يمكنه في الحقيقة أن يكون ناجحاً في انتقاء صناديق استثمارية، فإن ما «تعلمه» المستثمرون هو دعم بسيط في الحقيقة. وفي أي حال، هل ينبغي حقاً أن يكون من الأسهل انتقاء مدراء للصناديق الاستثمارية من انتقاء مدراء للشركات الفردية؟.

يقال غالباً بأن الناس تعلموا عن أهمية تنويع المحفظة ويستخدمون الصناديق الاستثمارية لتحقيق ذلك. وبوجود صناديق مدارة جيداً مع أجور إدارة منخفضة، تبدو هذه المناقشة ذات أهمية. لكن العديد من الموارد المالية تفرض رسوماً عالية جداً حتى يمكن أن يكون المستثمرون في حال أفضل فيما لو حاولوا تحقيق تنويع بأنفسهم، إذا كان التنويع هو الباعث الأساسي على الاستثمار. وعلاوة على ذلك، فعندما يقوم الناس بالاستثمار خارج بيئة حرة من الضريبة، عن طريق حمل الأسهم مباشرة، فإن هؤلاء المستثمرون يستطيعون

تجنّب ضرائب أرباح الأسهم على أرباح المورد المالي المتبادل التي يدركها المدراء عندما يبيعون الأسهم في حقائب الموارد المالية، وهو ريع هام مع موارد مالية بدورة رأسمال أعلى. وهكذا يستطيع أن يدرك المستثمرون عوضاً عن ذلك، بالنسبة لأغراض الضريبة، الخسارات على الأسهم التي تنخفض. إذ للموارد المالية المتبادلة حدودها بوضوح.

التعلّم والنسيان

يقال بأن الشعب قد تعلّم بأن الأسهم ترتفع دائماً بعد أن تنخفض. وكنا قد رأينا دليلاً على أنهم يفكرون على ذلك النحو بشكل كبير، ولكنهم حصلوا على هذه الحقائق خاطئة. إذ يمكن للأسهم أن تنخفض، وتبقى منخفضة لسنوات عديدة. كما يمكن أن يبالغ في تسعيرها أو أن تنجز أقل مما ينبغي لعدة سنوات.

كما يقال أن الشعب تعلّم بأن الأسهم دائماً تفوق بإنجازها استثمارات أخرى مثل السندات، عبر المدى الطويل، ولذلك سوف يعمل المستثمرون للأمد الطويل دائماً بشكل أفضل في الأسهم. وكذلك رأينا دليلاً بأنهم حقاً يفكرون على ذلك النحو بشكل كبير. ولكنهم للمرة الثانية قد تعلّموا عن هذه الحقائق الخاطئة حيث لم تكن الأسهم دائماً قد فاقت بإنجازها استثمارات أخرى عبر فترات زمنية قد تمتد لعقود، وليس هناك بالتأكيد أي سبب للاعتقاد بأن عليها الاستمرار في ذلك في المستقبل.

ويقال أيضاً بأن الشعب قد تعلّم عن حكمة الاستثمار في الأسهم بواسطة موارد مالية متبادلة حققت فرق إدارتها أرقاماً قياسية متعاقبة. ووجدنا بأن الناس يعتقدون ذلك بشكل كبير. وهم مرة أخرى مخطئين. إذ أن انتقاء موارد متبادلة كانت قد حققت إنجازاً جيداً يعود بالمنافع أقل مما يتصوره المستثمرون.

وهكذا عندما تكون الحقائق خاطئة فلا يمكننا اعتبارها تعلّماً إذ سوف «ينسى» المستثمرون هذه الحقائق يوماً ما . ولكن قبل أن يحدث ذلك علينا أن نأخذ بعين الاعتبار ما ينبغي علينا فعله كأفراد وكمجتمع - وهي قضية حرجة سوف نتقل إليها في الجزء الأخير من كتابنا .