

# גם לכסף יש רגש

לשוק ההון הגיון משלו. הוא מתנהל ברמה גבוהה של סיכון ואי-ודאות ותלוי מאוד בהתנהגותם האנושית של שחקניו הראשיים. מחקרים מוכיחים שלא "המומחים" מנצחים בו, אלא דווקא מי שמפגין גמישות מחשבתית, מוכן לאמץ טכניקות מדעיות חדשות, נסוג מטעויות העבר ופתוח למסקנות רעננות. אוסף רעיונות למשקיע הרגיש



2002, כשהדולר נגע ב-5 שקל, היום הוא אולי זל מאוד בעיניכם. עדיין לא ערכנו מחקר עד לאן הולכים אחורה רוב המשקיעים, בחיפושם אחרי העונן. אולם על מי ניסיונו בשוק, רוב המשקיעים הלא מקצועיים לא הולכים רחוק. רובם בוחנים את המחירים בטווח של שבועות וחודשים ולכן אנו מניחים כי אם נשאל מספר רב של משקיעים, נקבל שהרוב יחשבו כי הדולר היום (4.36 שקל) הוא זל.

עינון היא רק תופעה אחת מיני רבות הקיימות בפיסיכו-כלכלה. המחקר הפסיכולוגי של האדם העומד במרכז התיאוריה הכלכלית "האדם הכלכלי" הוא קיבל חשיפה בנורה לאחר שפרופסור דניאל כהנמן, פסיכולוג, זכה בפרס נובל לכלכלה על מחקריו עם הפסיכולוג שמוס טברסקי ז"ל, אודות תהליכי קבלת החלטות בתנאי אי-ודאות והערכות סובייקטיביות של אי-ודאות.

בשנת 1978 ניתן פרס נובל בכלכלה לפרופ' הרברט סימון, על מחקר שהוכיח כי ההנחה ש"האדם הכלכלי" הוא רציונלי, איננה לגמרי נכונה. המסקנה של סימון הייתה כי הוא רציונלי בערבון מוגבל. המוגבלות לרעתו של סימון הייתה לנוכח העובדה שאינו מסוגלים לעבד את כל הנתונים והמידע העומדים לרשותו ולכן החלטותיו במקרה הטוב מתנהלות באופן רציונלי, אך על מידע חלקי.

המסקנות של כהנמן וטברסקי היו הרבה יותר מרחיקות לכת: אנחנו לא רציונאליים. המחקר של כהנמן וטברסקי מראה כי אנשים לא רק מתמשרים על כמות מהאומץ, אלא גם מחש שונים, ובאופן שיטתי, אפילו במצבי החלטה משוטטים. בבסיס מחקרים כגון כהנמן וטברסקי שמה ואהבת סיכון. למרות קוצר היריעה ננסה להדגים בקצרה כל אחד מהנושאים. שואת סיכון. חישבו לעצמכם כי תציעים לכם לבחור בין שתי החלומות הבאות: א. לקבל 5,000 שקל. ב. הנרלה שבה סיכוי של 50% לקבל 10,000 שקל ו-50% לא לקבל כלום.

בסוף המאה ה-19 ייסד צ'ארלס דאונס את המוד הקרוי על שמו ועל שם שותפו: הדאונס. המוד החל את חייו בערך 40 והיום, לאחר יותר ממאה שנים, הוא עומד על 10400. המוד הוא מטנה דיבידנדים. דהיינו, הדיבידנד אינו משקע חזרה במדד כמו בנוסחה של ריבית דריבית. אילו חישבו את המדד כאילו הדיבידנדים מושקעים חזרה במדד, מעניין היכן היה עומד המדד היום...

החשובה של רוב המשקיעים שלהם הפנתה השאלה, הייתה בין 20,000 ל-40,000. כאשר התשובה הנכונה היא כ-1650,000. זו לא טעות. המונח שבו משתמשים פסיכולוגים על מנת לתאר תופעה זו היא עינון. עצם התייחסותנו לנתון מסוים מנווטת אותנו לתשובה הסמוכה לאותו נתון. ריבית דריבית בטוחים ארוכים אינה שייכת לתחום האינטואיציה המתמטית שלנו, ולכן כשאנו באים לחשב ערך איגרת או מדד בטוחים ארוכים בצורה אינטואיטיבית, לרוב אנו נכשלים.

ניקח לדוגמה את הריבית על הפיקדון הוזמי מול הריבית על האוברדריפט. בחישוב לטווח של 40 שנה נקבל שחיסכון של 23 אלף דולר (כ-100,000 שקל) בריבית דריבית של 3%, יניב לאחר 40 שנה כ-75 אלף דולר, אולם מינוס בנקו של 23 אלף דולר בריבית דריבית של 10% יניב לאחר 40 שנה 1 מיליון דולר. יותר מפי 10. עכשיו אפשר להבין את כשר האהבה הגדולה שהבנקים רוחשים לנו, כאשר מצד אחד אנו חוסכים בריבית זעומה ולמרות זאת (לעיתים קרובות) מרשים לעצמו להיות במינוס.

המונח עינון מוביל אותנו גם לשאלה מה זל או יקר בעינינו. לדוגמה: האם 15 ב-4.4 שקל יקר או זול? התשובה כמובן תלויה מה נקודת הייחוס שלכם. אם העונן שלכם נשאר בתחילת שנות ה-90, כשהדולר נסחר בין 2 שקל ל-3.5 שקל, היום הוא אולי יקר בעיניכם. אולם אם העונן שלכם נמצא באמצע בשנת

## מאת מיכאל תבור ואורי אלוני

תבור הוא י"ל תורת דיבידנדים  
התקופות האחרונות מאז 2000



הם לא מתארים לעצמם שהם קיימים ביטחון יתר מביא להבטחה במעילות קניה ומכירה וזם לכינון נמוך, המוביל לביצועים נמוכים עקב תשלום עמלות וסיכון גבוהה יותר.

במחקר שבדק את מחיריהן של מניות שנה לאחר שמשקיעים קנו ומכרו אותן, התברר שדווקא ביצועי המניות שנמכרו היו טובים יותר ב-3% עד 3.5% בממוצע מהמניות שלא נמכרו. אם מוסיפים לזה עמלות, יוצא שמי שמנהל באינטנסיביות גדולה יותר, מפסיד יותר.

ביטחון יתר לא מאמין רק משקיעים בשוק ההון, אלא גם רוכבים שהאימרה "הניחוח הצליל החולה מת", מתייחסת בדיקת לאותה תופעה. וכמו הרוכבים גם גורלים לקיים בנטייה דומה ואולי ביתר שאת. גורלים תמיד יודעים שהם יוצאים למלחמה שבה הם מנצחים.

המסקנות שאולי ניתן להפיק מחקרים אלה:

- א. עדיף להמשיט במעילות.
- ב. לכזו את החזק.
- ג. לא לחשוב שיוזעים יותר מאחרים.
- ד. לא לערב אנו בשיקולים כלכליים.

### רעידת אדמה אקדמית

סטודנטים לכלכלה הנידול לומדים את התיאוריה הנקראת "תארים יעילות השוק", המדברת על כך כי שוק ההון הוא יעיל ומבטא את כל הנתונים הידועים לאותה נקודה ולכן הוא גם רציונאלי. אבי התיאוריה הוא הכלכלן והפרופסור יוג'ין פאמה מאוניברסיטת שיקגו. הוא המתיר השנה את עמיתיו, כאשר חזר בו מהתיאוריה ואמר שמחירי המניות יכולים להיות "בלתי רציונאליים". כך על פי דיווחו של העיתון וול סטריט ג'ורנל.

כאמה הוא אחד מאותם כלכלנים ספורים, הטוענים עתה, ששוק המניות פחות יעיל מכפי שהניחו בעבר.

למסקנות של אותם כלכלנים עשויות להיות השלכות של ממש על הפיקוח של השווקים הפיננסיים ועל שיטות הניהול במגזר העסקי. מה שייתן לרגולאטורים ולמפקחים יותר כוח בעתיד.

אנחנו ב"דיבידנד השקעות", בנוסף למידע הפיננסי והמאקרו כלכלי, ממשיכים ללמוד ולנסות להבין את התופעות הנמצאות בתחום הפסיכו-כלכלה. על פי התובנות מהתחום, אנו מנסים לגבש מודל השקעות ייחודי הבנוי על תזמון תהליכי קבלת החלטות בגופים מובילים בשוק ההון ועל הפער הקיים בין מידע החלטות ונתונים סביבתיים אחרים המשכיעים על ההחלטות.

המודל אמור לסייע בהבנת התנודות של השוק בטוחים הקצרים תועד להיות כלי תומך החלטה במעילות נגורים. על אף שבעינינו המודל הוכיח את עצמו ב-80% מהמקרים, אין הוא בנוי להיות כלי אוטומטי ללא נגע יד אדם אלא כלי עזר.

לסיכום, "המלחמה" על התשואה ועל הקטנת הסיכון הינה מלחמה סיופית. כל מנהל השקעות שואף לצבא את השוק ולהשיג ללקוחותיו תשואה עודפת בסיכון נמוך. היכולת להשיג מטרת אלה כרוכה בגמישות מחשבתית, באימוץ טכניקות מדעיות חדשות ובנכונות לסגת מטעויות העבר ולהסיק מסקנות נכונות יותר לגבי ההתנהגות האנושים הן כמרטנים והן בקבוצות. היתרון העיקרי שלנו במלחמה זו הוא העדר קיבעון מחשבתי ונכונות לבחון את הנחות היסוד, ללא "עיטון" וללא דעות קדומות. [3]

רוב הנשאלים מעדיפים את א'. העדפה זו נקראת "שנאת סיכון". גם כאשר הסכום המוצע ב-א' יורד, עדיין רוב הנשאלים מעדיפים אותו. למשל אם נציט 4,000 בודאות מול ההימור של 10,000 או לא כלום, עדיין אנשים יעדיפו את התוצאה הודאית. בסביבות 3,200 שתי האפשרויות נתפסות כשקולות וב-2,500 ומטה מועדף כבר ההימור.

מובן שיש שינויים בין אנשים והערכים המוצעים היום ממוצעים של מחקרים הכוללים מדגמים רחבים של אוכלוסיות. מנהלי תיקים יודעים מניסיונם, שהמחמאות שהם מקבלים על תשואה של 10% אינה שווה בגובהה לרמת התלונה על הפסד של 10% - גם אם לוקחים בחשבון שהשוק נשאר קבוע.

### אהבת סיכון

כאשר המכים את השאלה לשאלת הפסד מתברר כי רוב האנשים אוהבים סיכון. לדוגמא: שערו בנמשכם כי מציעים לכם לבחור בין שתי החלומות הבאות:

- א. לשלם קנס של 500 שקל.
- ב. הגרלה שבה הסיכוי לא לשלם קנס כלל הוא 50% והסיכוי לשלם 1,000 שקל הוא 50%.

מתברר כי במקרה זה רוב הנשאלים מעדיפים את תשובה ב'. זו העדפה שמראה על אהבת סיכון. וכמו במקרה הקודם, משהוקטן הקנס ל-250 ומטה, הוא כבר מועדף על ההימור על ידי רוב הנשאלים. ניסוי זה מסביר אולי גם את העובדה שאדם תמוצע לא אוהב למכור מניה בהפסד למרות שתחלת הרווח ממניה זו נמוך ממניות אחרות.

המסקנה היא שאהבת סיכון היא תכונה של הערכות מסוימות ולא דווקא של אנשים מסוימים. אותם אנשים שישנאו סיכון בבחירה אחת יכולים לאהוב אותו בבחירה אחרת. באופן טיפוסי אנחנו שתאים סיכון בבחירת אלטרנטיבות כשהתוצאות הם הפסד.

התרומה של כהנמן וטברסקי להבנת "האדם הכלכלי" היא התובנה, שמה שאנשים "שותאים" איננו סיכון אלא הפסד! כהנמן וטברסקי בחנו גם את תופעת ההיצג. כלומר האם יש השפעה לדרך שבה מוצגת השאלה, גם אם התשובות זהות. נצילו כי ברוב המקרים "האדם הכלכלי" לא עקבי עם תשובותיו במידה שהצגת הבעיה נוסחה בצורה אחרת. לדוגמא: רוב האוכלוסייה הייתה מתנגדת לחוק המסיל מט על רווקים. אולם הקלה במס על נשואים - כן. (לאשה נשואה יש נקודת זיכוי במס הכנסה).

נושא נוסף שעמד למחקר בתחום הפסיכו-פיננסי היה בטחון יתר. במחקרים רבים בשנים האחרונות הוכח כי רוב המשקיעים אינם מצליחים להכות את המדדים המובילים שאותם הם מנסים להכות. אחת הסיבות לכך היא שרוב המשקיעים נוטים להגזים ביכולתם לגבא את ביצועי השוק. לרוב מחלקים את הנתונים לשלוש קבוצות:

- א. נתונים שאנו יודעים אותם. לדוגמא: הרוץ העצמי של חברה א'.
- ב. נתונים שאנו יודעים שאיננו יודעים. סה"כ המכירות לרבעון הבא.
- ג. נתונים שאנו איננו יודעים. איננו מודעים כלל לקיומה של חקירה סמויה. מרבית המשקיעים לא נוטים משקל מספיק לנתונים שהם אינם מודעים להם.

