



# مهم‌ترین مسائل یک سرمایه‌گذار

خرد نامتعارف برای سرمایه‌گذار متفکر



هاوارد مارکس  
۱۹۶۳-۲۰۲۰



نویسنده: هاوارد مارکس

مترجم: امیرحسین صادقی دولت آبادی

ترجمه ویرا: محمدعلی معین فر

نسخه پرداز: کیوان دهقان پور

مدیر هنری و طراح جلد: مجید زارع

طراح گرافیک: امیرحسین قیصری

صفحه آرا: رامین مهری

شمارگان: ۱۵۰۰ نسخه

شابک: ۹۷۸-۶۲۲-۷۰۸۹-۳۸-۷

نویت چاپ: اول، پاییز ۱۴۰۳

ناشر: آریانا قلم

نشانی: خیابان سهوردی جنوبی، ملایری پور غربی، پلاک ۳۷، واحد ۲

تلفن: ۸۸۳۴۲۹۱۰

فروشگاه اینترنتی: AryanaGhalam.com

رسم الخط این کتاب براساس دستور خط فارسی فرهنگستان زبان و ادب فارسی است. تمام حقوق چاپ و نشر این اثر برای انتشارات آریانا قلم محفوظ است. تکثیر و انتشار تمام یا بخشی از این اثر به هر شکل بدون اجازه کتبی ناشر ممنوع است.

سرشناسه: مارکس، هاوارد، ۱۹۴۶-م. / Marks, Howard, 1946-

عنوان و نام پدیدآور: مهم ترین مسائل یک سرمایه گذار: خرد نامتعارف برای سرمایه گذار متفکر

نویسنده هاوارد مارکس؛ مترجم امیرحسین صادقی دولت آبادی.

مشخصات نشر: تهران: آریانا قلم، ۱۴۰۳.

مشخصات ظاهری: ۴۰۸ ص.

شابک: ۹۷۸-۶۲۲-۷۰۸۹-۴۱-۷

وضعیت فهرست نویسی: فیبا

عنوان اصلی: The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for The Thoughtful Investor, [2013]

موضوع: سرمایه گذاری / investments

موضوع: مدیریت سبد سرمایه گذاری / portfolio management

موضوع: سرمایه گذاری — تجزیه و تحلیل / investment analysis

موضوع: مدیریت ریسک / risk management

شناسه افزوده: صادقی دولت آبادی، امیرحسین، ۱۳۶۹-، مترجم

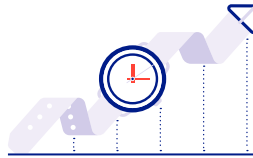
رده بندی کنگره: HG۴۵۱

رده بندی دیویی: ۳۳۲/۶

شماره کتاب شناسی ملی: ۹۷۷۸۰۱۸

\* کار ترجمه ویرا مقابله متن ترجمه شده با متن اصلی آن است، که به قصد اطمینان یافتن از صحت و دقت ترجمه و نیز برابری ویژگی ها و ارزش های ترجمه و متن اصلی انجام می گیرد.

برگرفته از بازاندیشی در مباحثی از نشر و ویرایش، نوشته عبدالحسین آذرنگ (قنوس، ۱۳۸۴)



## پیشگفتار مترجم

این روزها بحث دربارهٔ انواع مختلف بازارهای مالی شامل بازار بورس، بازار ارزهای دیجیتال، بازار تبادل ارزهای خارجی (فارکس) و سایر بازارها و کسب درآمد و سود از طریق آنها بسیار فراگیر شده است. در سال‌های اخیر، سهام‌داران و سرمایه‌گذاران این بازارها هر دو روی سکهٔ رشد و رکود آن را تجربه کرده‌اند، دوران رشدی که سودها و درآمدهای افسانه‌ای را برای عدهٔ معدودی به ارمغان آورد و دوران رکودی که عدهٔ فراوانی را متضرر و نقره‌داغ کرد و خاطرات تلخ و دردناکی برای آنها بر جای گذاشت. اما سؤال اصلی این است: چگونه عدهٔ معدودی می‌توانند برندهٔ نهایی بازار باشند و بر بازار غلبه کنند و در مقابل، سرمایه‌گذاران فراوانی درگیر هیجانانگیز مقطعی بازار می‌شوند و پس از کاهش بخش عظیمی از سرمایهٔ خود ناگزیر به خروج می‌شوند؟ افراد در پاسخ به این سؤال به دو دسته تقسیم می‌شوند: دستهٔ اول معتقدند که برندگان بازار کسانی‌اند که اطلاعات انحصاری دارند. دستهٔ دوم پاسخ گروه اول را رد نمی‌کنند، اما معتقدند عوامل دیگری نیز در موفقیت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و ماهر وجود دارد. نویسندهٔ این کتاب در دستهٔ دوم قرار دارد.

از نظر نویسنده، هدف اصلی از نگارش این کتاب یافتن همین عوامل بوده است، عواملی که در نگاه اول با دیدگاه عمومی و خرد متعارف سرمایه‌گذاران متفاوت است و حتی در نقطهٔ مقابل آن قرار دارد. هاوارد مارکس اساساً همین خلاف‌گرایی و اتخاذ رویکرد مخالف جریان

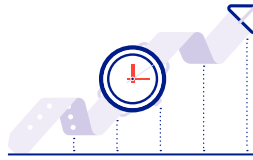
عمومی را یکی از مهم‌ترین مسائل و عوامل موفقیت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای می‌داند. از همین روست که در جای جای کتاب خود تلاش می‌کند مثال‌های متنوعی از بحران‌های چند دهه اخیر بازارهای مالی آمریکا بزند و بزدگان را کسانی معرفی می‌کند که برخلاف رفتارهای طمع‌کارانه و هیجانی در زمان رشد بازار و رفتارهای ترس‌آلود و وحشت‌زده در دوران رکود، با شکیبایی رویکردهایی خلاف جریان آب را در پیش گرفته‌اند. با توجه به اینکه گرفتن این تصمیم بسیار دشوار است، تعداد افرادی که در این مسیر گام برمی‌دارند انگشت‌شمار است و دقیقاً همین افرادند که در بلندمدت بر بازار غلبه می‌کنند و به سودهای کلان دست می‌یابند. در بازارهای مالی، فهم رفتار سایر سرمایه‌گذاران و اسیر نشدن در دام خصوصیات روانی نظیر طمع، ترس، حسادت و هیجان بیش از حد اهمیت زیادی دارد. ناآشنایی با این خصوصیات آسیب‌های مالی و روانی فراوانی به سرمایه‌گذاران ناشی و نوپا وارد کرده است، به خصوص اینکه در سال‌های اخیر عده کثیری از سرمایه‌گذاران در ایران، بدون مطالعه و تحقیق کافی، به این بازارها وارد شده‌اند. مطالعه این کتاب می‌تواند تا حدودی عقلانیت در تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری و بهره‌بردن از فرصت‌های جذاب سرمایه‌گذاری را به ما بیاموزد و ما را در کسب درآمدهای فراتر از حد میانگین بازارها یاری دهد. امید است که مطالب این کتاب برای مخاطبان مفید واقع شود.

با توجه به اینکه مخاطبان اولیه کتاب سرمایه‌گذاران بازارهای مالی در کشورهای غربی‌اند، بسیاری از مفاهیم و مثال‌ها ممکن است برای مخاطبان فارسی‌زبان جدید و ناآشنا باشد. به همین دلیل، در برگردان این کتاب، از پانوشت‌هایی برای آشناسازی بیشتر مخاطب با مفهوم مد نظر نویسنده استفاده شده است. شایان ذکر است که تمام پانوشت‌های این کتاب از مترجم و ضمناً، عبارتهای داخل قلاب همه از نویسنده است. بر خود لازم می‌دانم از افرادی که در ترجمه و نشر این کتاب مشارکت

داشته‌اند تشکر کنم: سرکار خانم سمیه محمدی، مدیرعامل انتشارات آریانا قلم؛ آقای محمدعلی معین‌فر، مترجم مجرب؛ و آقای سعید یعقوبی‌زاده، که در روان‌تر شدن ترجمه و انتخاب اصطلاحات تخصصی بسیار به من کمک کرد. همچنین با توجه به اینکه بخش‌هایی از این کتاب برگرفته از کتاب فریب‌خورده تصادف اثر نسیم طالب با ترجمه آقای بهروز قیاسی است، مطالعه آن در بهبود کیفیت ترجمه بسیار به من کمک کرد. به همین جهت، لازم است از ایشان نیز تشکر کنم.

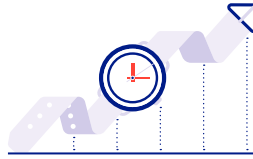


این کتاب (با عنوان لاتین *The Most Important Thing Illuminated*) در حقیقت نسخه جدید و به‌روزشده‌ای از کتاب پیشین (با عنوان لاتین *The Most Important Thing*) است. در نسخه جدید، همان‌طور که در پیشگفتار خود کتاب هم توضیح داده می‌شود، نویسنده حاشیه‌هایی از خودش و چهار متفکر و سرمایه‌گذار مطرح در بازارهای مالی را به متن کتاب افزوده است تا خوانندگان با آرا و نظرات کارشناسان دیگر هم درباره مطالب کتاب آشنا شوند. این حاشیه‌ها در لابه‌لای متن با ذکر نام این متفکران در ابتدای پاراگراف آمده است. با این کار، کتاب خواندنی‌تر شده و نکات آموزنده‌تر و جذاب‌تری در آن مطرح شده است. ضمناً، هاوارد مارکس، که خودش هم سرمایه‌گذاری برجسته و باسابقه در بازارهای مالی آمریکاست، در تألیف کتاب از یادداشت‌ها و مقالاتی استفاده کرده است که پیش‌ازاین آنها را پس از هر تجربه‌اش در بازارهای مالی در مجلات گوناگون منتشر کرده بود. مطالعه این یادداشت‌ها و توجه به جزئیاتی که در شرح اتفاقات در آنها وجود دارد به خوانندگان کمک می‌کند با شرایط حاکم بر بازارهای مالی در مقاطع زمانی گوناگون بیشتر آشنا شوند و نکات مطرح‌شده در هر بخش از کتاب را بهتر درک کنند.



## فهرست

۲۳	پیشگفتار .....
۲۷	مقدمه .....
۳۹	۱. مهم‌ترین مسئله تفکر سطح دوم است .....
۵۱	۲. مهم‌ترین مسئله شناخت کارایی بازار (و محدودیت‌های آن) است .....
۶۹	۳. مهم‌ترین مسئله ارزش است .....
۸۵	۴. مهم‌ترین مسئله ارتباط میان قیمت و ارزش است .....
۱۰۱	۵. مهم‌ترین مسئله شناسایی ریسک است .....
۱۳۱	۶. مهم‌ترین مسئله درک ریسک است .....
۱۵۷	۷. مهم‌ترین مسئله کنترل ریسک است .....
۱۷۳	۸. مهم‌ترین مسئله توجه به چرخه‌هاست .....
۱۸۵	۹. مهم‌ترین مسئله آگاهی از حرکت آونگی بازار است .....
۱۹۹	۱۰. مهم‌ترین مسئله مقابله با اثرات منفی است .....
۲۲۳	۱۱. مهم‌ترین مسئله خلاف‌گرایی است .....
۲۴۱	۱۲. مهم‌ترین مسئله یافتن پیشنهادهای ارزان‌قیمت است .....
۲۵۷	۱۳. مهم‌ترین مسئله فرصت‌طلبی همراه با بردباری است .....
۲۷۷	۱۴. مهم‌ترین مسئله این است که بدانید چه چیزهایی را نمی‌دانید .....
۲۹۱	۱۵. مهم‌ترین مسئله درک موقعیتی است که در آن قرار داریم .....
۳۰۷	۱۶. مهم‌ترین مسئله اهمیت قائل شدن برای نقش شانس است .....
۳۲۳	۱۷. مهم‌ترین مسئله سرمایه‌گذاری تدافعی است .....
۳۴۷	۱۸. مهم‌ترین مسئله اجتناب از دام‌هاست .....
۳۷۳	۱۹. مهم‌ترین مسئله افزودن ارزش است .....
۳۸۵	۲۰. مهم‌ترین مسئله داشتن انتظارات منطقی است .....
۳۹۵	۲۱. مهم‌ترین مسئله به کار بستن مجموع نکات گفته‌شده است .....



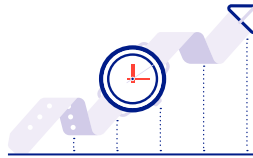
## پیشگفتار

بیست سالی می‌شود که هاوارد مارکس با انتشار مطالبش تحت عنوان «یادداشت‌هایی از مدیرعامل» به سرمایه‌گذاران آموزش می‌دهد. او در نگارش کتاب اولش<sup>۱</sup> از این یادداشت‌ها استفاده کرد تا مهم‌ترین درس‌آموخته‌های خود در مقام سرمایه‌گذار را در یک جا گردآوری کند. اینکه او سرمایه‌گذاری برجسته است نیازی به گفتن ندارد؛ او همچنین معلمی خوب و مؤلفی متفکر است و کتابش هدیه‌ای سخاوتمندانه به تمام سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود.

در کتاب حاضر، خوانندگان نه تنها از معرفی بهره‌مند می‌شوند که مارکس آن را به‌سختی به دست آورده است، بلکه از بینش سه سرمایه‌گذار سردوگرم‌چشیده<sup>۲</sup> دیگر – کریستوفر دیویس، جوئل گرینبلت و ست کِلارمن – و پل جانسون، استاد دانشکده کسب‌وکار کلمبیا، نیز استفاده می‌کنند. هرکدام از حاشیه‌نویسان در این گروه تحسین‌برانگیز هم دیدگاه منحصربه‌فرد خود را به اثر مارکس می‌افزایند و هم با توجه به داشتن سبک سرمایه‌گذاری خاص، واکنش خود را به مطالب کتاب او نشان می‌دهند. به نظر می‌رسد توانمندی سرمایه‌گذاری برتر ویژگی ذاتی دیویس است و موفقیت او در سرمایه‌گذاری به دلیل

---

1. *The Most Important Thing*



## مقدمه

در بیست سال گذشته، گهگاه یادداشت‌هایی برای مشتریانم نوشته‌ام. ابتدا در مؤسسه تراست کامپنی آو دی وست و سپس در مدیریت سرمایه اوکتی، مؤسسه‌ای که در ۱۹۹۵ با دیگران آن را تأسیس کردم. من از این یادداشت‌ها برای شرح فلسفه سرمایه‌گذاری‌ام، تبیین طرز کار نظام مالی و بیان نظراتم دربارهٔ رخدادهای روز استفاده کرده‌ام. آن یادداشت‌ها، که بخش‌هایی از بسیاری از آنها را در صفحات بعدی می‌خوانید، هستهٔ مرکزی این کتاب‌اند، چون که معتقدم آموزه‌های آنها همان قدر قابل استفاده‌اند که در زمان نگارش بوده‌اند. برای استفاده از آن آموزه‌ها در کتاب حاضر، اصلاحات مختصری در یادداشت‌ها اعمال کرده‌ام تا محتوا و نکات آنها واضح‌تر و مفهوم‌تر شود.

پل جانسون: من در دوره‌های آموزشی سرمایه‌گذاری که در دانشکدهٔ تحصیلات تکمیلی کسب‌وکار کلمبیا برگزار می‌شود هرگز از کتاب بخصوصی استفاده نکرده بودم تا اینکه کتاب مهم‌ترین مسئلهٔ هاوارد مارکس را خواندم. کتاب او در ترم پاییز ۲۰۱۱ منبع اصلی دورهٔ آموزشی‌ام بود و از آن در حوزهٔ سرمایه‌گذاری ارزش‌مدار و تحلیل اوراق بهادار استفاده کردم. مباحث مارکس مکملی عالی برای کلاس‌های درس بود.



اما، دقیقاً، «مهم‌ترین مسئله» چیست؟ در ژوئیه ۲۰۰۳، یادداشتی نوشتم و در آن عوامل مهمی را که احساس می‌کردم برای موفقیت در سرمایه‌گذاری ضروری است جمع‌بندی کردم. این یادداشت این‌گونه آغاز می‌شد: «زمانی که با مشتریان فعلی و مشتریان احتمالی‌ام در آینده روبه‌رو می‌شوم، به خودم می‌آیم و متوجه می‌شوم بارها گفته‌ام، "مهم‌ترین مسئله فلان مسئله است." و سپس ده دقیقه بعد به این نتیجه می‌رسم، "مهم‌ترین مسئله بهمان مسئله است." و سپس مسئله‌ای دیگر و به همین ترتیب.» خلاصه اینکه درنهایت آن یادداشت دربارهٔ هجده مورد از «مهم‌ترین مسائل» بحث می‌کرد.

از زمان نگارش آن اولین یادداشت تاکنون، تغییرات مختصری در موضوعاتی که آنها را «مهم‌ترین» می‌دانستم اعمال کرده‌ام، اما مفهوم کلی یادداشت‌ها تغییری نکرده است: همهٔ آن مسائلی که مطرح کردم مهم‌اند. سرمایه‌گذاری موفق نیازمند آن است که، در آن واحد، به جنبه‌های فراوان و مختلف این کار توجه و در آن تأمل شود. غفلت از هریک از این جنبه‌ها باعث می‌شود نتیجه رضایت‌بخش نباشد. دقیقاً به همین علت است که این کتاب را حول ایدهٔ مهم‌ترین مسئله‌ها تدوین کرده‌ام. به عبارت دیگر، هریک از این مسئله‌ها مثل آجری است که نمی‌توان در ساختن دیواری مستحکم از آنها صرف نظر کرد — یا حداقل امیدوارم که این‌طور باشد.

پل جانسون: این نکته مضمونی است که در سراسر کتاب جریان دارد و در فهم دیدگاه مارکس در حوزهٔ سرمایه‌گذاری حیاتی است. سرمایه‌گذاری نیازمند توازن هم‌زمان میان مسائل بنیادی مختلف است و معتقدم این توازن چالش‌برانگیزترین مفهوم در آموزش به دانشجویان تحصیلات تکمیلی کسب‌وکار است. کتاب حاضر برای روشن کردن این توازن وظیفهٔ خود را به‌نحو احسن انجام می‌دهد.



## فصل ۲

مهم‌ترین مسئله شناخت کارایی بازار (و محدودیت‌های آن) است

از لحاظ نظری، تفاوتی میان نظریه و عمل وجود ندارد، اما در عمل این تفاوت وجود دارد.

یوگی برا

در دهه ۱۹۶۰، مکتب فکری جدیدی با عنوان «مکتب شیکاگو» در نظریه تأمین مالی و سرمایه‌گذاری مطرح شد، که ریشه آن به دانشکده تحصیلات تکمیلی کسب‌وکار دانشگاه شیکاگو بازمی‌گشت. من، که بین سال‌های ۱۹۶۷ تا ۱۹۶۹ دانشجوی آن دانشکده بودم، خودم را در کانون این نظریه جدید می‌دیدم. این نظریه خیلی در طرز فکر من تأثیر داشت و مرا آگاه کرد.

این نظریه حاوی مفاهیمی بود که به مرور زمان به بخش‌های مهمی از گفت‌وگوهای سرمایه‌گذاری تبدیل شد. این مفاهیم عبارت بودند از ریسک‌گریزی، نوسانات قیمت<sup>۱</sup> در حکم معرف ریسک، بازدهی‌های تعدیل‌شده بر مبنای ریسک<sup>۲</sup>، ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک،

---

۱. volatility: در حوزه مدیریت مالی، «تلاطم قیمت» هم ترجمه شده است.

۲. risk-adjusted returns

آلفا، بتا<sup>۲</sup>، فرضیه گام تصادفی و فرضیه بازار کارا. (درباره تمام اینها در صفحات پیش رو توضیحاتی بیان خواهد شد.) در سال‌های اولیه پس از طرح این نظریه، مشخص شد فرضیه بازار کارا تأثیر شگرفی در حوزه سرمایه‌گذاری خواهد داشت، تأثیری آن میزان مهم که توضیح درباره آن فصلی مجزا نیاز خواهد داشت.

فرضیه بازار کارا بیان می‌کند:

- بازیگران مختلفی در بازارها وجود دارند و کم و بیش دسترسی یکسانی به تمام اطلاعات مرتبط دارند. این بازیگران باهوش، بی طرف، به شدت باانگیزه و سخت‌کوش اند. آنها مدل‌های تحلیل بازار را به طور گسترده می‌شناسند و از آنها استفاده می‌کنند.

- به دلیل تلاش‌های جمعی این بازیگران، اطلاعات به طور کامل و فوری در قیمت بازار هر دارایی منعکس می‌شود. همچنین به دلیل اینکه بازیگران بازار بلافاصله برای خرید سهام بیش از حد ارزان یا فروش سهام بیش از حد گران اقدام می‌کنند، دارایی‌ها هم به صورت مطلق و هم نسبت به دیگر قیمت‌ها منصفانه قیمت‌گذاری می‌شوند.

- بنابراین، قیمت‌های بازار نشان‌دهنده برآوردهای دقیق از ارزش ذاتی دارایی‌هاست و هیچ بازیگری در بازار نمی‌تواند همواره زمانی را که قیمت‌ها به درستی تعیین نشده‌اند شناسایی بکند و از آن بهره ببرد.

---

۱. شاخص آلفا معیاری برای سنجش میزان مهارت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در کسب سود مازاد است.

۲. شاخص بتا شاخص سنجش نوسان (یا ریسک سیستماتیک) سبد سهام نسبت به نوسانات بازار است. در فصول بعدی کتاب، به تفصیل درباره آلفا و بتا نکاتی بیان خواهد شد.



### فصل ۳

## مهم‌ترین مسئله ارزش است

برای اینکه مطمئن شویم سرمایه‌گذاری‌ها به موفقیت می‌رسند، ناگزیریم از برآورد دقیق ارزش ذاتی آغاز کنیم. بدون این برآورد، هر نوع امیدواری سرمایه‌گذار برای رسیدن به موفقیت دائمی چیزی بیش از امید صرف نیست.

جوئل گرینبلت: وارن بافت می‌گوید بهترین دوره‌های سرمایه‌گذاری تنها دو موضوع را به شما به خوبی آموزش می‌دهند: چگونه سرمایه‌گذاری را ارزش‌گذاری کنید و چگونه درباره تغییرات قیمت بازار بیندیشید. گام اول در این فصل برداشته می‌شود.

قدیمی‌ترین قانون سرمایه‌گذاری ساده‌ترین قانون آن است: «ارزان بخر؛ گران بفروش.» این قانون فوق‌العاده بدیهی به نظر می‌رسد: چه کسی می‌خواهد کاری غیر از این انجام دهد؟ اما در واقع این قانون به چه معناست؟ بازهم، پاسخ – در ظاهر – بدیهی است: این قانون بدین معناست که باید دارایی‌ها را در قیمت کم بخرید و در قیمت زیاد بفروشید. اما این دستورالعمل خودش یعنی چه؟ چه قیمتی زیاد است و چه قیمتی کم؟ در ظاهر امر، می‌توانید این‌گونه برداشت کنید که هدف آن است که دارایی‌ها را در قیمتی کمتر از قیمت فروش آن بخرید. ولی با توجه

به اینکه قرار است در آینده آن را بفروشید، این مسئله به شما در فهم قیمت مناسب برای خرید در حال حاضر کمکی نمی‌کند. باید استانداردی مبتنی بر واقعیت برای قیمت «زیاد» و «کم» وجود داشته باشد و در مفیدترین حالت، آن استاندارد ارزش ذاتی دارایی خواهد بود. حال معنای این جمله بهتر مشخص می‌شود: در قیمتی کمتر از ارزش ذاتی بخر و در قیمتی بیشتر از آن بفروش. مسلماً برای انجام این کار، بهتر است فهم درستی از ارزش ذاتی داشته باشید. برای من، داشتن برآورد دقیق از ارزش تنها مسیر برای آغاز سرمایه‌گذاری است.

پل جانسون: این کار سنگ بنای سرمایه‌گذاری ارزش مدار است.



برای ساده‌سازی (یا بیش از حد ساده‌سازی)، تمام روش‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌ها را می‌توان به دو نوع اصلی دسته‌بندی کرد: روش‌هایی بر مبنای تحلیل ویژگی‌های شرکت، که با نام «تحلیل بنیادی» شناخته می‌شود، و روش‌هایی براساس مطالعه رفتار قیمت خود اوراق بهادار. به عبارت دیگر، هر سرمایه‌گذار دو گزینه اصلی در اختیار دارد: نخست اینکه ارزش ذاتی زیربنایی اوراق بهادار، و خرید یا فروش آن را وقتی قیمت سهم از آن انحراف پیدا می‌کند محاسبه کند یا دوم اینکه مبنای تصمیمش را کاملاً بر انتظارات مرتبط با تغییرات آتی قیمت قرار دهد.

ابتدا روش دوم را توضیح می‌دهم، چون اساساً به آن اعتقادی ندارم و تمایل دارم هرچه سریع‌تر از شر آن خلاص شوم. تحلیل تکنیکال، یا مطالعه رفتار گذشته قیمت سهم، از زمانی که من به این صنعت وارد شدم (و حتی مدت‌ها قبل از آن) به کار می‌رفت، اما استفاده از آن روبه‌گاهش است. امروزه، بررسی الگوهای تاریخی قیمت ممکن است برای تکمیل تحلیل بنیادی به کار گرفته شود، اما نسبت به گذشته به مراتب کمتر می‌شنویم که افرادی اساساً تصمیمات خود را بر مبنای تغییرات قیمتی اتخاذ کنند.



## فصل ۵

### مهم‌ترین مسئله شناسایی ریسک است

ریسک یعنی علاوه بر اتفاقی که در آینده به وقوع می‌پیوندد اتفاقات دیگری هم ممکن بود رخ دهد.

الروی دیمسون

سرمایه‌گذاری یک چیز بیشتر نیست: سروکله زدن با آینده. و با توجه به اینکه هیچ‌کدام از ما با قطعیت نمی‌توانیم آینده را بشناسیم، ریسک مسئله‌ای گریزناپذیر است. بنابراین، سروکله زدن با ریسک رکنی اساسی—به نظر من، تنها رکن اساسی—در سرمایه‌گذاری است. یافتن دارایی‌هایی که ممکن است افزایش قیمت داشته باشند کار سختی نیست. اگر بتوانید تعداد کافی از این دارایی‌ها را بیابید، در جهت درست حرکت کرده‌اید. اما در صورتی که مستقیماً با ریسک درگیر نشوید، بعید است در بلندمدت به موفقیت دست یابید. گام اول شناسایی ریسک است. گام دوم تشخیص زمانی است که میزان ریسک زیاد است. گام پایانی و مهم کنترل ریسک است. با توجه به اینکه این مسئله بسیار مهم و بسیار پیچیده است، سه فصل از کتاب را به بررسی دقیق ریسک اختصاص داده‌ام.

پل جانسون: توضیحات مارکس دربارهٔ ریسک در فصول ۵، ۶ و ۷ کتاب جامع‌ترین و کامل‌ترین توضیحاتی است که تا به حال در

کتاب سرمایه‌گذاری دیده‌ام. به علاوه، توضیحات او بهترین شیوه تبیین ریسک است که تاکنون در هر بحث یا مقاله‌ای با آن مواجه شده‌ام. این سه فصل برای من مهم‌ترین بخش کتاب است.



چرا معتقدم ارزیابی ریسک تا این میزان عنصر مهمی در فرایند سرمایه‌گذاری است؟ سه دلیل محکم وجود دارد.

اولاً، ریسک چیز ناخوشایندی است و اکثر افراد منطقی می‌خواهند از آن اجتناب کنند یا آن را به حداقل برسانند. این فرضی زیربنایی در نظریات مالی است که افراد ذاتاً ریسک‌گریزند، به این معنا که ترجیح می‌دهند کمتر ریسک بپذیرند تا بیشتر. بنابراین، قبل از هرچیز، سرمایه‌گذاری که سرمایه‌گذاری خاصی را بررسی می‌کند باید درباره میزان پرریسک بودن آن تصمیم بگیرد و ببیند آیا می‌تواند با این میزان مطلق ریسک کنار بیاید یا نه.

ثانیاً، زمانی که سرمایه‌گذاری مشخصی را بررسی می‌کنید، تصمیم‌گیری شما باید تابعی از ریسک موجود به همراه بازدهی محتمل آن باشد. سرمایه‌گذاران به دلیل بیزاری از ریسک باید با بازدهی محتمل بیشتر و سوسه شوند تا ریسک‌های بیشتر را بپذیرند. در مثالی ساده، اگر هم اوراق بدهی خزانه‌داری دولت آمریکا<sup>۱</sup> و هم سهام شرکتی کوچک هردو بازدهی بالقوه سالانه ۷ درصدی داشته باشند، همه به خرید اولی خواهند شتافت (که این کار بالتبع قیمت آن را افزایش خواهد داد و بازدهی محتمل آن را کاهش می‌دهد) و دومی را کنار خواهند گذاشت (که بالتبع قیمت آن را کاهش خواهد داد و در نتیجه بازدهی آن بیشتر می‌شود). این فرایند تنظیم قیمت‌های نسبی، که اقتصاددان‌ها به آن

---

۱. U.S. Treasury notes: یکی از کم‌ریسک‌ترین و درعین حال کم‌بازده‌ترین سرمایه‌گذاری‌ها در بازارهای مالی به شمار می‌رود. به دلیل وابستگی این دسته از اوراق به حمایت دولت معمولاً ریسک‌گریزترین افراد سراغ آنها می‌روند.



## فصل ۹

# مهم‌ترین مسئله آگاهی از حرکت آونگی بازار است

وقتی شرایط روبه‌راه و قیمت‌ها زیاد است، سرمایه‌گذاران در خرید عجله می‌کنند و احتیاط را کاملاً از یاد می‌برند. سپس، وقتی که آشفتگی همه‌جا را فرا می‌گیرد و به دارایی‌ها چوب‌حراج زده می‌شود، تمام اشتیاق خود به پذیرش ریسک را از دست می‌دهند و در فروش دارایی‌ها عجله می‌کنند. و تا بوده چنین بوده و تا هست چنین هست.

دومین یادداشت سرمایه‌گذاری، که در ۱۹۹۱ نوشتم، تقریباً به‌طور کامل به موضوعی می‌پرداخت که من در طول این سال‌ها بارها و بارها به آن اندیشیده‌ام: نوسان آونگ مانند دیدگاه‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران. پل جانسون: فصل ۹ اساساً ادامه سه فصل گذشته درباره ریسک است و بینش بیشتری در مورد نحوه تحلیل وضعیت فعلی ریسک در بازارها ارائه می‌دهد.

تغییرات وضعیت بازارهای اوراق بهادار مشابه حرکت آونگ است. با اینکه وسط کمانی که آونگ طی می‌کند به بهترین شکل موقعیت آونگ را «به‌طور میانگین» نشان می‌دهد، در عمل آونگ به ندرت در آن نقطه آرام می‌گیرد. در عوض، این



آونگ همیشه به سمت یکی از دو انتهای کمان و حالت بحرانی بازار حرکت می‌کند. اما هرگاه آونگ نزدیک به هرکدام از این دو انتها قرار می‌گیرد، بازگشت آن به سمت نقطه میانی اجتناب‌ناپذیر است و دیر یا زود رخ خواهد داد. درواقع، همین حرکت به سمت دو انتهاست که انرژی لازم برای بازگشت آونگ را فراهم می‌کند.

بازارهای سرمایه‌گذاری الگویی مشابه حرکت آونگ دارند:

- میان رونق و رکود
- میان شادی حاصل از پیشرفت مثبت و ناراحتی حاصل از پسرفت‌های منفی
- میان قیمت‌های بیش از حد و کمتر از حد دارایی‌ها

این نوسان یکی از حتمی‌ترین پدیده‌های جهان سرمایه‌گذاری است و به نظر می‌رسد خصوصیات روانی سرمایه‌گذاران بیشترین تأثیرپذیری را از دو انتها نسبت به «حد وسط رضایت‌بخش» دارد.

عملکرد سه‌ماهه اول سال، ۱۱ آوریل ۱۹۹۱

سیزده سال پس از این یادداشت، من موضوع حرکت آونگی بازار را به تفصیل در یادداشت دیگری دوباره بررسی کردم. در آن یادداشت، گفتم علاوه بر عواملی که قبلاً ذکر کرده‌ام این آونگ با در نظر گرفتن عوامل دیگری هم تاب می‌خورد، عواملی نظیر طمع در برابر ترس سرمایه‌گذاران، میزان رغبت آنان به بررسی رخدادها با عینک خوش‌بینی یا بدبینی، میزان باور به تحولات قریب‌الوقوع، زودباوری در برابر شکاکیت، و ریسک‌پذیری در مقابل ریسک‌گریزی.

حرکت آونگ بازار براساس این مورد اخیر—دیدگاه سرمایه‌گذاران درباره ریسک—وجه مشترک بسیاری از نوسانات بازار است.

همان‌طور که پیش‌ازاین گفتم، ریسک‌گریزی اساسی‌ترین مؤلفه در



## فصل ۱۰

### مهم‌ترین مسئله مقابله با اثرات منفی است

ویژگی‌هایی نظیر اشتیاق برای به دست آوردن بیشتر، ترس از دست دادن، گرایش به مقایسه کردن خود با دیگران، تأثیر جماعت و رؤیای دست زدن به امری با نتیجه‌ای مسلم جهانی و تقریباً میان همه افراد مشترک است. بنابراین، همه آنها تأثیر جمعی عمیقی در اکثر سرمایه‌گذاران و اکثر بازارها خواهد گذاشت. نتیجه این رفتار بروز اشتباهات است و آن اشتباهات فراوان، همه‌گیر و تکرارشونده‌اند.

پل جانسون: این توصیفی عالی از فشار هیجانی است که اکثر سرمایه‌گذاران در هنگام مواجهه با بازار صعودی آن را احساس می‌کنند — و همان‌طور که مارکس خاطرنشان می‌کند، کم‌اند سرمایه‌گذارانی که از اثرپذیری این عوامل مصون بمانند.

ناکارآمدی‌های بازار — قیمت‌گذاری‌های نادرست، درک نادرست از بازار یا اشتباهاتی که از دیگران سر می‌زند — فرصت‌های بالقوه‌ای برای داشتن عملکرد برتر در سرمایه‌گذاری فراهم می‌آورند. در واقع، بهره‌برداری از این فرصت‌ها تنها مسیر برای عملکرد پایدار برتر از میانگین بازار است. برای

ایجاد تمایز میان خود و دیگران و بهره بردن از اشتباهات آنها، باید در سمت درست این اشتباهات قرار گیرید.



چرا اشتباهات رخ می‌دهند؟ زیرا سرمایه‌گذاری عملی است که انسان‌ها انجام می‌دهند و اکثرشان تحت تأثیر خصوصیات روانی و هیجانانشان قرار می‌گیرند.

کریستوفر دیویس: علاوه بر خصوصیات روانی و هیجانانشان، مشوق‌های منفی<sup>۱</sup> هم می‌توانند در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقوقی تأثیر منفی بگذارند.

بسیاری از افراد هوش لازم برای تحلیل داده‌ها را در اختیار دارند، اما تعداد به‌مراتب کمتری هستند که می‌توانند با عمق بیشتری به پدیده‌ها بنگرند و در برابر تأثیرات قدرتمند خصوصیات روانی از خود مقاومت نشان دهند. به‌عبارت‌دیگر، افراد بسیاری بر اثر تحلیل‌هایشان به نتایج شناختی مشابه دست پیدا می‌کنند، اما آنچه آنها با این نتایج انجام می‌دهند به دلیل تأثیرات مختلفی که خصوصیات روانی در افراد می‌گذارد بسیار متفاوت است. بزرگ‌ترین خطاهای سرمایه‌گذاری نه از ضعف در اطلاعات یا تحلیل بلکه از عوامل روانی نشئت می‌گیرند. خصوصیات روانی سرمایه‌گذاران شامل عناصر فراوان و متنوعی است، که در این فصل آنها را بررسی می‌کنیم، ولی نکته کلیدی که باید به خاطر سپرد این است که این عوامل مدام باعث تصمیمات نادرست می‌شوند. بخش زیادی از این مسئله ذیل عنوانی است که به آن می‌گوییم «ذات انسان».

هاوارد مارکس: هیجان و خودخواهی: اثرات روانی تأثیر زیادی

---

۱. perverse incentives: به مشوق‌های نامطلوب حاصل از اجرای سیاستی خیرخواهانه گفته می‌شود. مثالی معروف از این موضوع جمع‌آوری مارهای شهر دهلی نو با پرداخت پول در ازای تحویل یک مار کبرا بود، سیاستی که دولت بریتانیا پیش گرفته بود و باعث شد بسیاری از مردم برای دریافت پول بیشتر به پرورش مار کبرا روی آورند.



## فصل ۱۱

### مهم‌ترین مسئله خلاف‌گرایی است

خرید در زمانی که دیگران ناامیدانه می‌فروشند و فروش در زمانی که دیگران با اشتیاق خرید می‌کنند بیشترین میزان شجاعت را می‌طلبد، اما بیشترین سود را هم حاصل می‌کند.

سِر جان تِمپلتون

تنها یک اصطلاح است که می‌تواند اکثر سرمایه‌گذاران را به خوبی توصیف کند: دنبال‌کنندگان روندها. سرمایه‌گذاران برتر دقیقاً نقطهٔ مقابل این اکثریت‌اند. سرمایه‌گذاری برتر، همان‌طور که امیدوارم شما را تاکنون قانع کرده باشم، نیازمند تفکر سطح دوم است — طرز تفکری که متفاوت با تفکر دیگران، پیچیده‌تر و خردمندانه‌تر است. به دلیل ماهیت این پدیده، اکثر افراد نمی‌توانند دارای این توانمندی باشند. بنابراین، تصمیمات مردم نمی‌تواند کلید موفقیت باشد. در عوض، روندها و دیدگاه عموم مردم چیزی است که باید خلاف آن عمل کرد و سبب سرمایه‌گذاری مورد توافق همگان سببی است که باید از آن فاصله گرفت. آونگ تاب می‌خورد و بازار چرخه‌هایش را از سر می‌گذراند، اما در این میان کلید موفقیت نهایی شنا کردن خلاف جریان آب است.

این جان مایهٔ توصیه‌ای از وارن بافت است که اغلب از او نقل

می‌شود: «هرچقدر دیگران کارهای خود را با احتیاط کمتری انجام دهند، ما باید کارهای خود را با احتیاط بیشتری انجام دهیم.» او به ما توصیه‌ی اکید می‌کند که کارهای مخالف دیگران را انجام دهیم: خلاف‌گرا باشیم. پل جانسون: خلاف‌گرایی مهارت مهمی برای سرمایه‌گذاران ارزش‌مدار موفق است. با این حال، به این نتیجه رسیده‌ام که مهم‌ترین عامل برای کسب این مهارت تجربه است. آموزش خلاف‌گرایی امری چالش‌برانگیز است.

انجام کارهایی مشابه دیگران شما را در معرض نوساناتی قرار می‌دهد که تا حدی تحت اقدامات آنها و اقدامات خود شما تشدید می‌شود. مسلماً عضوی از جمع بودن زمانی که آن جمع از لبه‌ی پرتگاه سقوط می‌کند امری نامطلوب است، اما اجتناب از عضویت در این جمع نیازمند مهارت، بینش، و راه و روش منحصر به فردی است.

عقاید یک واقع‌گرا، ۳۱ مه ۲۰۰۲

- منطق پشت خطای جمعی واضح و تقریباً بسیار دقیق است:
- بازارها شدیداً نوسان می‌کنند، از صعودی به نزولی و از قیمت بیش از حد به قیمت کمتر از حد.
  - حرکات بازار از اقدامات «جماعت»، «عامه‌ی مردم» یا «اکثر مردم» تأثیر می‌پذیرد. بازارهای صعودی به آن دلیل به وجود می‌آیند که اکثر مردم می‌خواهند بخرند تا اینکه بفروشند یا خریداران انگیزه‌ی بسیار بیشتری از فروشندگان دارند. بازار زمانی افزایش قیمت پیدا می‌کند که مردم از فروشنده بودن به خریدار بودن تبدیل می‌شوند و زمانی که خریداران انگیزه‌ی بیشتری پیدا می‌کنند و فروشندگان انگیزه‌ی کمتری دارند. (اگر در بازاری خریداران غالب نباشند، آن بازار رشد نخواهد کرد.)



## فصل ۱۵

### مهم‌ترین مسئله درک موقعیتی است که در آن قرار داریم

ممکن است هرگز ندانیم به کدام سمت می‌رویم، اما بهتر است دربارهٔ اینکه کجاییم تصویر درستی داشته باشیم.

چرخه‌های بازار سرمایه‌گذاران را در معرض چالش ترسناکی قرار می‌دهند، چون:

- بالا و پایین شدن چرخه‌های بازار اجتناب‌ناپذیر است.
- این چرخه‌ها به شدت در عملکرد مای سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارند.
- شدت این چرخه‌ها و به‌طور خاص زمان بروز آنها پیش‌بینی‌ناپذیر است.

به همین جهت، باید با نیرویی که تأثیر شدیدی در ما می‌گذارد اما تا حد زیادی نمی‌توان آن را شناسایی کرد دست‌وپنجه نرم کنیم. پس با چرخه‌ها چه باید بکنیم؟ این سؤال اهمیت زیادی دارد، اما پاسخ‌های دم‌دستی—مثل همیشه—پاسخ‌های درست به آن نیستند.

اولین پاسخ احتمالی به این سؤال این است که به جای پذیرش پیش‌بینی‌ناپذیر بودن چرخه‌ها، باید تلاش‌های خود را مضاعف کنیم تا بتوانیم آینده را پیش‌بینی کنیم، منابع بیشتری به میدان بیاوریم و بیش‌ازپیش به نتایج پیش‌بینی‌هایمان امیدوار باشیم. اما حجم عظیمی

از داده‌ها، و تمام تجربه‌ام، به من می‌گوید تنها مسئله پیش‌بینی‌پذیر درباره چرخه‌ها حتمی بودن آنهاست. افزون براین، معتقدم نتایج برتر در سرمایه‌گذاری از داشتن دانش برتر نسبت به دیگران حاصل می‌شود. البته، هنوز برای من ثابت نشده است که عده زیادی از سرمایه‌گذاران این دانش برتر را درباره زمان‌بندی و میزان چرخه‌های آتی داشته باشند.

دومین پاسخ احتمالی این است که بپذیریم آینده درک‌پذیر نیست، دست‌انمان را به نشانه تسلیم بالا ببریم و کاملاً چرخه‌ها را نادیده بگیریم. به جای اینکه تلاش کنیم چرخه‌ها را پیش‌بینی کنیم، می‌توانیم سرمایه‌گذاری‌های خوبی انجام دهیم و آنها را در سرتاسر نوسانات بازار نگه داریم. چون نمی‌توانیم بفهمیم چه موقع دارایی‌های بیشتر یا کمتری نگه داریم یا چه زمانی جهت‌گیری سرمایه‌گذاری‌های ما باید تهاجمی‌تر یا تدافعی‌تر باشد، صرفاً می‌توانیم با نادیده گرفتن کامل چرخه‌ها و تأثیر عمیق آنها سرمایه‌گذاری‌های خود را انجام دهیم. این همان روشی است که اصطلاحاً رویکرد بخر و نگهدار نامیده می‌شود.

با این حال، پاسخ احتمالی سومی هم وجود دارد، که به نظر من با فاصله بهترین و درست‌ترین پاسخ به این سؤال است. چرا اساساً تلاش نکنیم تا متوجه شویم در چه چرخه‌ای قرار داریم و متناسب با آن چه اقداماتی باید انجام دهیم؟

در جهان سرمایه‌گذاری،... وقوع هیچ پدیده‌ای به اندازه وقوع چرخه‌ها حتمی نیست. عوامل بنیادین دارایی‌ها دستخوش تغییراتی می‌شود، خصوصیات روانی سرمایه‌گذاران مدام تغییر می‌کند و قیمت‌ها و بازدهی‌ها افزایش و کاهش خواهند داشت، که همگی آنها شرایطی برای اشتباه کردن یا فرصت‌هایی برای سود بردن از اشتباهات دیگران فراهم می‌کنند. این شرایط مسلمات سرمایه‌گذاری است.

ما نمی‌توانیم بفهمیم روندها تا کجا پیش می‌روند، چه موقع



## فصل ۱۶

### مهم‌ترین مسئله اهمیت قائل شدن برای نقش شانس است

هر چند وقت یک بار کسی پیدا می‌شود که قماری پرریسک روی رخدادی غیرمحمتمل یا غیرقطعی می‌کند و درنهایت به دلیل موفقیت شانسی مثل نوابغ به نظر می‌رسد. اما باید بدانیم آن دستاورد صرفاً به دلیل شانس و جسارت حاصل شده است، نه مهارت.

جهان سرمایه‌گذاری جهانی قاعده‌مند و منطقی نیست که در آن بتوان آینده را پیش‌بینی کرد و اقدامات خاص در آن همیشه نتایج مشخصی حاصل کند. حقیقت این است که شانس بر بسیاری از مسائل سرمایه‌گذاری حکم فرماست. برخی از افراد ترجیح می‌دهند این پدیده را اتفاق یا تصادف بنامند و این دو کلمه بسیار پیچیده‌تر از شانس به نظر می‌رسند. اما همه این اصطلاحات یک چیز می‌گویند: بخش عظیمی از موفقیت در کاری که ما سرمایه‌گذاران انجام می‌دهیم به شدت تحت تأثیر شانس قرار دارد و اقدامی پرریسک است.

پل جانسون: از نظر من، مضمون اصلی این فصل این است: یاد بگیریم با خودمان درباره موفقیت‌ها و شکست‌هایمان صادق باشیم. یاد بگیریم نقشی را که شانس در تمام پیامدها



ایفا می‌کند درک کنیم. و یاد بگیریم که تشخیص دهیم کدام پیامدها به دلیل مهارت سرمایه‌گذاران و کدام به دلیل خوش‌شانسی آنان حاصل شده است. تا وقتی یاد نگیریم چگونه منشأ حقیقی موفقیت را شناسایی کنیم، فریب‌خورده تصادف خواهیم بود.

در این فصل، می‌خواهم برای بررسی کامل مفهوم شانس برخی از ایده‌های نسیم نیکلاس طالب در کتاب فریب‌خورده تصادف را مطرح کنم. برخی از موضوعاتی را که در اینجا بررسی می‌کنم پیش از مطالعه آن کتاب در عمل تجربه کرده بودم، اما کتاب طالب همه آنها را یک جا جمع کرد و چیزهای بیشتری به آن افزود. این کتاب را یکی از مهم‌ترین کتاب‌هایی می‌دانم که هر سرمایه‌گذار باید بخواند.

پل جانسون: من هم طرفدار پروپاقرص این اثر نسیم طالبم، که مارکس در این فصل از بخش‌های بسیاری از آن کتاب کمک گرفته است. به طور خاص، شیفته مفهوم تاریخ‌های موازی طالبم و مارکس در به‌کارگیری این مفهوم در فلسفه سرمایه‌گذاری اش فوق‌العاده عمل می‌کند.

من برخی از ایده‌های طالب را در یادداشتی در سال ۲۰۰۲ با عنوان «بازدهی‌های سرمایه‌گذاری و چگونگی دستیابی به آنها» استفاده کردم، که در آن گزینه‌هایی از فریب‌خورده تصادف را که در این فصل به صورت ایرانیک آمده است به کار گرفتم.

تصادفی بودن (یا شانس) نقشی بزرگ در دستاوردهای زندگی ایفا می‌کند و باید در بررسی پیامدهایی که وابسته به رخداد‌های تصادفی هستند با پیامدهایی که وابسته نیستند تفاوت قائل شد. بنابراین، در زمان بررسی اینکه تجربه سرمایه‌گذاری احتمال تکرار دارد یا نه، ضروری است نقش تصادفی بودن امور را در دستاوردهای مدیران در نظر بگیریم و بررسی کنیم که عملکرد



## فصل ۱۸

### مهم‌ترین مسئله اجتناب از دام‌هاست

مادامی‌که سرمایه‌گذار از اشتباهات بزرگ پرهیز کند، کافی است کارهای بسیار کمی را درست انجام دهد تا به موفقیت دست یابد.

وارن بافت

پل جانسون: همین گفته وارن بافت تمام گفتنی‌ها را می‌گوید. به نظر من، اجتناب از ضرر مهم‌تر از سود کردن در سرمایه‌گذاری است. سود کردن گاهی اوقات دست‌یافتنی است، اما شکست‌های مقطعی سرمایه‌گذاری ممکن است فلج‌کننده باشند. به هدف اول می‌توان با احتمال بیشتر و با سطح اطمینان بالاتری دست یافت... و در صورت شکست در سرمایه‌گذاری، نتایج حاصل از این رویکرد تحمل‌پذیرتر خواهند بود.

با داشتن سیدی پرریسک و در نوسانات نزولی بازار ممکن است امیدواری خود را از دست بدهید و در پایین‌ترین قیمت‌ها سرمایه شما کاملاً از بین برود. سبد سرمایه‌ای که ریسکش خیلی خیلی کم است باعث می‌شود در بازارهای صعودی عملکرد ضعیف‌تری نسبت به سایر سرمایه‌گذاران داشته باشید، اما هیچ‌گاه هیچ‌کس با دنبال کردن این

شیوه ورشکسته نشده است. باید بدانید که سرنوشت‌های به‌مراتب بدتر از این هم برای سرمایه‌گذاران وجود دارد.



برای اجتناب از ضرر، باید دام‌های ایجادکننده آن را به‌خوبی بشناسیم و از آنها پرهیز کنیم. در این فصل، برخی از موضوعات کلیدی را که در فصول گذشته درباره آنها بحث شد گردآوری کرده‌ام، با این امید که با بیان آنها ذیل فصلی مستقل به سرمایه‌گذاران کمک کنم درباره نقاط دردسرساز سرمایه‌گذاری هوشیارتر باشند. در ابتدا، باید بدانیم انواع مختلفی از دام‌ها در سرمایه‌گذاری وجود دارند و دریابیم آنها چگونه خود را نشان می‌دهند. فکر می‌کنم منابع خطا اساساً یا از جنس منابع تحلیلی/ذهنی‌اند یا از جنس روانی/احساسی. شناخت منابع نوع اول راحت‌تر است: علت شکل‌گیری این نوع خطا جمع‌آوری اطلاعات ناکافی یا نادرست است. یا احتمالاً از فرایندهای تحلیلی اشتباهی استفاده کرده‌ایم؛ مثلاً، خطای محاسباتی داشته‌ایم یا داده‌هایی را که باید در محاسبات دخیل می‌کردیم نادیده گرفته‌ایم. تعداد این خطاها آن قدر زیاد است که نمی‌توانم همه آنها را برشمرم و به هر روی، این کتاب بیشتر به فلسفه و ذهنیت افراد می‌پردازد و کمتر به فرایندهای تحلیلی در آن اشاره شده است.

باوجوداین، یکی از انواع خطاهای تحلیلی که می‌خواهم بیشتر درباره آن توضیح دهم خطایی است که آن را «ضعف در پیش‌بینی» می‌نامم. در این خطا، یا نمی‌توانید طیف کامل پیامدهای محتمل رخداد مشخصی را درک کنید یا پیامدهای رخدادهای حالت خاص را به‌طور کامل نادیده می‌گیرید.

کریستوفر دیویس: به عبارت دیگر، دو دسته خطا وجود دارند:

خطاهای کمی‌سازی در برابر خطاهای قضاوت.

در بخش بعدی این فصل، به تفصیل درباره این مسئله توضیح

خواهم داد.



## فصل ۲۰

### مهم‌ترین مسئله داشتن انتظارات منطقی است

انتظارات از بازدهی سرمایه‌گذاری باید معقول و منطقی باشند. اگر غیر از این باشد، به دردسر می‌افتید، چون ریسک بیشتری از آنچه درک می‌شود می‌پذیرید.

در این فصل، می‌خواهم به این نکته اشاره کنم که هر اقدام سرمایه‌گذاری احتمال موفقیت کمی دارد مگر اینکه هدف بازدهی سرمایه‌گذاری آن (الف) صریح و شفاف باشد و (ب) از منظر ریسکِ مطلق و نسبی سرمایه‌گذاری معقول باشد. هر سرمایه‌گذاری باید به صورت شفاف نشان دهد که دستاورد شما از آن چیست. سؤالات کلیدی عبارت‌اند از اینکه هدف بازدهی سرمایه‌گذاری‌تان چقدر است، می‌توانید چه میزان ریسک را بپذیرید و به طور تقریبی در این مدت به چه میزان نقدینگی نیاز دارید.



اهداف بازدهی سرمایه‌گذاری باید معقول و منطقی باشد. براین اساس، حداکثر انتظارمان از بازدهی سرمایه‌گذاری چقدر می‌تواند باشد؟ در اکثر مواقع، منطقی است انتظار داشته باشیم حداکثر بازدهی‌ها تک‌رقمی یا احتمالاً دورقمی کوچک باشند، که البته این گفته همیشه هم درست نیست (و شاید حتی امروز هم درست نباشد). اعداد دورقمی بزرگ مابین هفته تا نوزده درصد بازدهی‌های خیلی خاصی‌اند و هر بازدهی بیشتر از

این محدوده را باید در قلمروی افراد حرفه‌ای و باتجربه (و حتی بهترین آنها) جست‌وجو کرد. این قضیه در حوزه‌ی دستیابی به نتایج سرمایه‌گذاری چشمگیر و مداوم هم صدق می‌کند. انتظار بازده بیش از حد در این زمینه احتمالاً منجر به ناامیدی یا ضرر خواهد شد. تنها چاره‌ی اجتناب از این ناامیدی یا ضرر این است: از خود پرسید آیا نتایج مورد انتظار شما آن قدر خوب هستند که امکان نداشته باشد در عمل به وقوع پیوندند یا خیر. پاسخ به این سؤال نیازمند شکاکیت‌گرایی است، ویژگی مهمی که برای موفقیت در سرمایه‌گذاری کاملاً لازم و ضروری است.

فکر می‌کنم با ریسک‌پذیری معمول در بازارهای سرمایه با کارکرد معمول نباید انتظار بازدهی‌های بیشتر از آنچه بیان شد داشت. بازدهی‌های بیشتر در این شرایط «غیرعادی» اند و دستیابی به آنها نیازمند ترکیبی از شرایط زیر است:

- بازاری شدیداً راکد که در آن بتوان خرید کرد (با این امید که پس‌از آن بازاری خوب به وجود آید که در آن بتوان دارایی‌ها را فروخت)

- مهارت خارق‌العاده در سرمایه‌گذاری

- پذیرش ریسک زیاد

- گرفتن میزان زیادی وام

- خوش‌شانسی

بنابراین، سرمایه‌گذاران باید تنها در صورتی به دنبال چنین بازدهی‌هایی باشند که باور داشته باشند برخی از این شرایط مهیاست و مشتاق باشند با چنین باوری پول وارد بازار سرمایه کنند. با این حال، هریک از این شرایط به‌گونه‌ای دردسراًفرین‌اند. فرصت‌های خرید عالی هر روز سراغ ما نمی‌آیند. اساساً افراد معدودی مهارت خارق‌العاده دارند. پذیرش ریسک وقتی اوضاع نابسامان شود علیه شما وارد عمل می‌شود. به همین ترتیب، وام گرفتن، که تأثیری دوگانه در سرمایه‌گذاری‌ها دارد، هم سودها و هم



سرمایه‌گذاری یک چیز بیشتر نیست؛ سروکله زدن با آینده. از دیدگاه من، این تعریف سرمایه‌گذاری موفق است: داشتن عملکرد بهتر از بازار و سایر سرمایه‌گذاران. انجام کار درست ممکن است شرط لازم برای موفقیت در سرمایه‌گذاری باشد، اما شرط کافی نخواهد بود. باید بیشتر از بقیه کار درست را انجام دهید... که در جهان سرمایه‌گذاری به معنای این است که ذاتاً طرز فکرتان باید متفاوت باشد.

