

Дэвид Кохен

Психология фондового рынка: Страх, Алчность и Паника



"Интернет-трейдинг"

Москва

2004

Дэвид Кохен.

Психология фондового рынка: страх, алчность и паника.
М:Интернет-трейдинг, – 364 с.

ISBN 5-902360-07-2

В этой книге автор пытается аргументировать точку зрения, что для понимания рыночного механизма и получения максимальной отдачи от имеющихся у нас возможностей работы на финансовых рынках, необходимо понимать относящуюся к этой сфере психологию. Поэтому сейчас самое время взглянуть на психологию рынков и попытаться более детально разобраться в огромном количестве факторов, которые большинством аналитиков или игнорируются, или признаются лишь на словах без детального изучения. К этим факторам относятся алчность, страх, потребность в защищенности, информационная перегрузка, боязнь математики, давление со стороны людей своего круга, излишний оптимизм, отрицание совокупности фактов, конкурентоспособность, восприятие технологических изменений и путаница с определением собственных целей. Приведенные в книге тесты позволят инвесторам определить уровень их финансовых навыков. В мире, где деньги имеют значение, а многие из нас не очень разбираются в финансовых вопросах, понимание своего психологического отношения к инвестированию пойдет только на пользу

Предназначена для широкого круга читателей, интересующихся вопросами инвестиций, трейдинга и функционированием современных финансовых рынков.

ISBN 5-902360-07-2

© Originally published by John Wiley&Sons, ltd, Copyright. All rights reserved. Права получены по соглашению с John Wiley&Sons, ltd при содействии Агентства А. Коржаневского

© ООО "Интернет-трейдинг", 2004 г (перевод)

Содержание

ОБ АВТОРЕ	7
ВВЕДЕНИЕ	8
Отдельный случай буйного помещательства или история безнадёжного неудачника	11
Денежные табу	14
Приключение с акциями POSEIDON	19
Подведение итогов или вопрос "апостериорной самонадеянности"	21
Кризис 2001	23
ГЛАВА 1. ТЫСЯЧА СПОСОБОВ ОСТАТЬСЯ БЕЗ ШТАНОВ	30
Необходимая вам история спекулятивных маний	32
Инвесторы ничему не учатся	44
"Реалист" и "мечтатель" – рассказ о Гае и Гее	45
Типичные различия	47
Великий железнодорожный бум XIX века	49
Земельный бум во Флориде – предупреждение Уолл-Стрит	50
Теория когнитивного диссонанса Фестингера	61
"Бычьи" рынки заполнены противоречиями	62
ГЛАВА 2. ПСИХОЛОГИЯ ДЕНЕГ И ПРИБЫЛИ	65
Психоанализ и деньги	72
Критические суждения Фрейда о деньгах и его теория психосексуального развития	74
Оральный тип личности и грудной возраст	81
Мотивация стремления к прибыли	83
Страх и алчность	86
Психология конформизма и "шумовые" трейдеры	87
ГЛАВА 3. ЛОГИЧЕСКИЙ БЛЮЗ, ИЛИ КАК МЫ УЧИМСЯ НЕ ЦЕНИТЬ ИНФОРМАЦИЮ	89
Всерьёз о силлогизмах	91
Анатомия внимания	95
Концепция информации	96
Как инвесторы справляются с информационной перегрузкой	98
Немагематическая нация	99
Инвестор-дилетант и страх перед логикой	100
Информационная перегрузка и индивидуальный инвестор	103
Пресса и понимание финансовой информации	105
Квалификация профессионалов рынка	106
Повторный анализ прошлого	110

Появление сложных финансовых инструментов	116
Личность и восприятие информации	123
Последствия неизучения информации	125
Вопросник по отношению к информации	128
Ответы	130

ГЛАВА 4. ВНУТРИ РЫНКА: АНАЛИТИКИ 132

Удачный ход с Cow & Gate – краткая история анализа фондового рынка	136
Системный отбор акций	141
Безрассудный оптимист и осторожный пессимист	149
Измените временной горизонт, Спок	153
Пределы компьютерного моделирования	155
Индексные фонды	157

ГЛАВА 5. ПСИХОЛОГИЯ РИСКА И ЛЮДЕЙ, ИДУЩИХ НА РИСК 160

Восприятие риска	161
Уравнения никогда не бывают неправильными, или мастера риска на финансовых рынках	163
Бернулли – отец теории риска	168
Возбуждение, тревога и индивидуальные особенности людей, идущих на риск	175
Теория реверсивности	179
Иллюзия контроля	182
Азартный игрок в роли мазохиста и другие выкрутасы риска	189
Игрок Гэри	190
Можем ли мы учиться?	193
Вопросник по отношению к риску	195
Ответы на тест по отношению к риску	207

ГЛАВА 6. НА ГРАНИ КРАХА ИЛИ СЕКРЕТЫ БРОКЕРСКОГО ДЕЛА 213

Инертность клиентов	219
Пенсионные фонды и давление необходимости работать на результат	221
Клиенты "голубых кровей" инспектируют менеджмент	223
Несбалансированные рынки	225
Треjder на движении	228
Бухгалтерские инстинкты	231
"Пожалуйста, заходите в наш фондовый магазин"	233
Размытая логика инвестиционных решений	236
Рекомендации брокеров и конфликты интересов	239
В "медвежьих" рынках нет никакой радости	243
Как строить отношения со своим брокером	245

ГЛАВА 7. ВНУТРИ РЫНКА: ДИЛЕРЫ И ТРЕЙДЕРЫ 248

Умирающие традиционные биржи	250
Создание новых рисков	253
Как выглядят рынки	255
Торговые племена	257
Стресс и как его вынести	262

ПРЕССИНГ И ТРЕВОГИ ТРЕЙДЕРА	264
ИНТЕРНЕТ-ТРЕЙДИНГ	269
НЕКОТОРЫЕ СИЛЬНЕЙШИЕ СТРЕССОВЫЕ ФАКТОРЫ, СОЗДАВАЕМЫЕ ДНЕВНЫМ ТРЕЙДИНГОМ	269
ТРЕЙДЕРЫ И ОБРАЗНОЕ МЫШЛЕНИЕ	271
ГЛАВА 8. ПСИХОЛОГИЯ И ВЕЛИКИЕ ГУРУ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	274
ИДЕИ ДЖИМА СЛЕЙТЕРА	278
ДЕТСКИЙ ОПЫТ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ГУРУ	279
ПСИХОЛОГИЯ БАФФЕТТОЛОГИИ	283
НЕСОСТОЯВШИЙСЯ ФИЛОСОФ	285
РЕКОМЕНДАЦИИ СЛЕЙТЕРА	290
ИНСАЙДЕРСКАЯ ИНФОРМАЦИЯ	294
ГЛАВА 9. НАГЛЯДНЫЕ ПРИМЕРЫ	296
АНАТОМИЯ ЭНТУЗИАЗМА	298
"МОКРЫЕ" И "СУХИЕ" АКЦИИ	300
АССОЦИИАЦИИ, ВЫЗЫВАЕМЫЕ MIDDLESEX	300
ОБЛАДАЮТ ЛИ АКЦИИ ХАРАКТЕРОМ?	303
АССОЦИАТИВНЫЙ ТЕСТ	306
ИНДЕКС НАСТРОЕНИЙ	308
ТРИНАДЦАТЬ НАГЛЯДНЫХ ПРИМЕРОВ	309
ПОТОК ПОЛИТИЧЕСКИХ НОВОСТЕЙ	310
ПОТОК ЭКОНОМИЧЕСКИХ НОВОСТЕЙ	312
НАГЛЯДНЫЕ ПРИМЕРЫ	314
BODY SHOP – АКЦИИ, ОСНОВАННЫЕ НА ПРИНЦИПЕ УДОВОЛЬСТВИЯ	314
LAURA ASHLEY – ДИЗАЙН ДЛЯ ЖИЗНИ	318
VODAFONE – ЧУДОМОБИЛЬ ЮНОЙ СВЯЗИ	321
SAINSBURY – ОБЫЧНО ТРИ ПО ЦЕНЕ ДВУХ	323
MARKS & SPENCER	329
ALLIED CARPETS – ОТЧЕТНОСТЬ ПО КОВРАМ ОТСУТСТВУЕТ	335
ФУТБОЛЬНЫЙ КЛУБ MANCHESTER UNITED – АКЦИИ ДЛЯ БОЛЕЛЬЩИКОВ	338
BRITISH BIOTECH – ЭМБРИОН ИДЕИ	339
AMAZON.COM	341
BALTIMORE TECHNOLOGIES	344
BP AMOCO	345
BARCLAYS BANK	347
ARM HOLDINGS	350
ВЫВОДЫ: "МОКРЫЕ" АКЦИИ, "СУХИЕ" АКЦИИ И НОВЫЙ ЭНТУЗИАЗМ	352
РЕКОМЕНДАЦИИ БРОКЕРОВ И ПРИНЦИПЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ РЕЙТИНГОВЫХ ШКАЛ	353
ГЛАВА 10. ЧЕСТНОСТЬ, ЖУЛЬНИЧЕСТВО И КОЭФФИЦИЕНТ ФИНАНСОВОГО ИНТЕЛЛЕКТА	355
НЕ ПОЗВОЛЯЙТЕ МНЕ ЗАСТАВИТЬ ВАС ИНВЕСТИРОВАТЬ...	359

Светлой памяти
Уильяма А. ла Поуретта (1925-1975)
и
Бенджамина Кохена (1908-1994),
любивших и ненавидевших
фондовый рынок

Об авторе

Дэвид Кохен – психолог, писатель и телерепортер. В своих работах он затрагивал темы психического здоровья и иммиграции, рассказывал о причинах, заставляющих людей делать ложные признания, маркетинговых приемах, ориентированных на детей, различных культах, финансах, сигарах и пиратах. Его репортажи предназначались для телевизионных программ, совершенно противоположных программам Channel 4, *Sunday Business*, *Discovery*, *Harpers and Queens*, *ITV* и *New Scientist*. Из последних фильмов Кохена следует отметить фильм о Грейс Келли (Grace Kelly), снятый для Channel 4, и отмеченные призами ленты *The Madness of Children* ("Детское помешательство") и *The Nuclear Game* ("Ядерные игры"). Он также является автором книг *Psychologists on Psychology* ("Психологи о психологии"), *The Development of Play* ("Развитие игры") и ставших бестселлерами *How to Succeed in Psychometric Tests* ("Как успешно пройти психометрическое тестирование") и *Bears and Bulls* ("Медведи и Быки"). Кохен также надеется когда-нибудь написать хорошую поэму.

Введение

В начале 2001 года аналитики фондового рынка пришли в замешательство от волатильности цен на акции. Как только в Соединенном Королевстве были обнародованы результаты розничной торговли в рождественский сезон, акции ряда магазинов значительно упали в цене. 11 января акции Great Universal Stores, владеющей дорогими магазинами Burberrys и менее дорогими магазинами Argos, упали в цене на 20%. Акции Body Shop рухнули на 25%, а акции компании розничной торговли Matalan, владеющей магазинами, торгующими со скидкой, обвалились на еще большую величину. Неужели эти магазины торговали на Рождество так плохо, что почти никто не купил ежечасный ароматизатор или электронный тостер, такой же как у Лары Крофт, или старый добрый непромокаемый плащ из ткани "барберри"?

Ну..., знаете..., в общем-то не совсем так. Все эти магазины сообщали о росте объемов продаж, но этот рост оказался не таким большим, как ожидали аналитики фондового рынка. Многие аналитики мрачно шутят, что рынки сошли с ума, возможно, из-за дыр в озоновом слое над Уолл-Стрит. Ведь в старые золотые денечки котировки акций были стабильными, инвесторы благоразумными, а созданная еще нашими праотцами защитная сеть контролировала казино. Прошу прощения – фондовый рынок. Брокеры старой закалки были женофобами, расистами и часто пьяными после трех порций martinis, принятых во время ленча, но они, слава богу, были надежными. В финансах, как и во многих других отраслях, существует свой собственный миф о золотых временах.

Давайте оглянемся в прошлое почти на 200 лет назад. 18 июня судьба Европы зависела от исхода битвы при Ватерлоо. На рассвете 20 июня, а всего через несколько часов после завершения битвы, финансист Натан Ротшильд встретился с одним из своих курьеров в гавани Фолькстоуна. Курьер только что пересек Ла-Манш, прибыв из

Остенде, и первым сообщил об исходе битвы. Ротшильд узнал о поражении Наполеона на несколько часов раньше, чем кто-либо в Лондоне.

Уже через несколько мгновений Натан мчался в Лондон. Первым он посетил премьер-министра, которому только что сообщили о поражении англичан у Кватре-Брас. Правительство было уверено, что Натан что-то не так понял, и битва при Ватерлоо проиграна. А Натан, тем временем, ничуть не сомневался в точности полученной информации. От премьер-министра он отправился напрямиком на Лондонскую биржу.

Рынок испытывал тревогу. Цена Консолей, основных правительственных бумаг, и так уже была низкой. Но она должна вырасти. Некоторые люди уже знали, что Наполеон потерпел поражение. Натан прислонился к своей любимой колонне в торговом зале, невозмутимо осмотрелся и начал продавать. Он продавал Консоли тысячами. Цена упала. Он продал еще. Цена упала еще ниже. Он снова продал. И все последовали его примеру. Если уж Натан Ротшильд, имеющий самую лучшую сеть агентов и информаторов по всей Европе, продает, он, наверное, знает, что делает. А его действия могли означать лишь то, что Наполеон одержал победу.

Затем, когда цена достигла солидного дна, Натан купил огромный пакет Консолей. Время было рассчитано с абсолютной точностью. Через несколько минут правда выплыла наружу. Наполеон потерпел поражение. Цена Консолей взлетела вверх. Натан продемонстрировал хладнокровную коварность и отличное понимание психологии рынка. Этот удачный ход сделал его знаменитым по всей Европе.

Из этого можно сделать два вывода. Рынки всегда были волатильными, хотя, возможно, верно и то, что мы живем в период необычайно высокой волатильности. Политические аналитики отмечают, что избиратели в таких странах, как Великобритания и США, стали гораздо более непостоянными, чем прежде, и, возможно, тут есть некоторая взаимосвязь. Второй вывод таков: Ротшильд проявил в своих сделках некоего рода психологическую интуицию, которая чаще ассоциируется с психоаналитиком Зигмундом

Введение

Фрейдом. Семье Фрейда, не говоря уже о теории Фрейда, деньги иногда приносили поразительные проблемы.

В 1866 году, когда Зигмунду было 10 лет, его дядя Джозеф был арестован за изготовление 18 тысяч фальшивых российских рублей. Полиция подозревала, что это лишь верхушка айсберга, а "настоящий центр фальшивомонетчиков находится в Англии". Во время обыска в доме Джозефа Фрейда полиция нашла два подозрительных письма от кузенов Зигмунда, проживавших в Манчестере. Один кузен хвастался, что "удача будет сопутствовать нам и дальше", а во втором письме племянники просили дядю Джозефа "подыскать банк для ведения торговых операций, который мог бы обеспечить более значительный, более оперативный и более прибыльный торговый оборот". Именно эти строки были сочтены доказательством вины, и Джозеф Фрейд был приговорен к 10 годам тюремного заключения.

В работе *Questions for Freud* ("Вопросы к Фрейду") два американца, изучающих историю психиатрии (Rand and Torok, 1997), утверждают, что арест дяди оставил пожизненный рубец в сознании Зигмунда Фрейда. Даже спустя 30 лет ему снились кошмары о дяде Джозефе. Этот случай сказался не только на отношении Фрейда к деньгам (он не хотел жениться, пока не убедился, что сможет материально обеспечивать свою жену), но и на его отношении к научным исследованиям. Полагают, что полные сведения об этом преступлении и его негативном воздействии на Зигмунда Фрейда можно найти в бумагах, хранящихся в Библиотеке Конгресса США, доступ к которым закрыт до 2010 года. Однако, Фрейд, похоже стыдился, что его столь горячо любимый дядюшка был так поглощен жадной наживы, и это повлияло на психоаналитические идеи Фрейда в отношении денег, о чем я расскажу позже.

Алчность может заставить нас уверовать в абсолютно фантастические вещи. На протяжении 30 лет американцы получали предложения подписаться на информационный бюллетень с советами великого финансиста Дж. П. Моргана. В действительности Морган был уже давно мертв, но распространители бюллетеня утверждали, что общаются с его духом, который не может расстаться с фондовым рынком и выдает потрясающие советы по акциям. В 1948 году журнал *Time* разоблачил это надувательство. Но подписчики информационного бюллетеня пришли в негодование, поскольку

призрак Дж. П. давал хорошие советы.

Но, несмотря на негодование подписчиков, на штурм редакции *Time* они не бросились. В наши дни происходят случаи, когда инвесторы, в конце концов, решают отомстить, что, возможно, и является признаком экстремальной волатильности. Один из таких случаев, произошедший в 1998 году в Атланте, попал на первые полосы газет всего мира.

Отдельный случай буйного помешательства или истерия безнадежного неудачника

Марк Бартон (Mark Barton), 44-летний химик, получил \$600 тысяч в качестве страхового возмещения за смерть своей первой жены, погибшей в 1993 году. После этого он занялся дневным трейдингом, то есть инвестиционными биржевыми операциями, совершаемыми без посредничества брокера, во время которых акции покупаются и продаются в течение одной торговой сессии с целью получить прибыль с помощью большого количества быстрых сделок. Однако, Бартон оказался постоянно проигрывающим дневным трейдером. В четверг 29 июля 1998 года он убил свою вторую жену, двоих детей от этого брака и девять сотрудников брокерских контор Атланты. Спустя несколько часов он приставил к своей голове два пистолета и застрелился.

Возможно, случай Марка Бартона является единичным, но судя по его действиям, можно предположить, что изменения в проведении биржевых операций тоже имеют к этому некоторое отношение. Конечно, до Бартона таких случаев, пожалуй, никогда не было. Мэр Атланты Билл Кэмпбелл (Bill Campbell) заявил, что в одной из множества предсмертных записок Бартона выражалась "некоторая озабоченность потерями от биржевых операций". Но Кэмпбелл настаивал, что эти убийства не были прямой реакцией на колебания рынка.

Американские психиатры, никогда не испытывающие затруднений с приклеиванием ярлыков и созданием ужасных словосочетаний, говорят, что с Бартоном произошел "отдельный

Введение

случай буйного помешательства". Однако, Бартон выбирал фирмы для нападения с вызывающей ужас тщательностью.

В своем смертоносном неистовстве он убил четырех человек в фирме All Tech и пятерых в конторе Momentum Securities. Обе фирмы были фанатично привержены дневному трейдингу. Харви Хоткин (Harvey Houtkin) из All Tech считает себя отцом трейдинга через Интернет, а Джеймс Ли (James Lee) из Momentum Securities является президентом Ассоциации электронных трейдеров (Electronic Traders Association).

Я еще вернусь к случаю Бартона и выводам, которые можно сделать на его основе об иллюзорных ощущениях нахождения ситуации под контролем, возникающих порой у инвесторов.

Подобные истории являются наглядным подтверждением того, что поведенческие реакции, связанные с деньгами и инвестированием, в значительной мере являются вопросами психологии. Однако, экономисты по традиции отрицают это. Как пишет в своей книге *Butterfly Economics* ("Порхающая экономика") Пол Ормерод (Paul Ormerod, 1997), экономисты более 250 лет придерживаются теории рационального мужчины (и женщины). По этой теории, рациональное отношение к деньгам заложено от природы, а люди по своей природе являются вычислительными машинами, способными с идеальной точностью анализировать риски и выгоды инвестиций. Такой взгляд льстит профессиональным инвесторам, которым нравится верить, что их решения основаны на рациональной оценке имеющейся информации. Они не хотят, чтобы у их клиентов зародились мысли о том, что они ставят на кон миллионные суммы на основе подсказок, фантазий и предчувствий, обсуждаемых за суши и шампанским во время ленча. (Кстати, тема "Роль алкоголя и кокаина в работе аналитика фондового рынка" может стать богатым полем для исследований и докторской диссертации).

В последние 9 месяцев 2000 года на фондовых рынках происходили значительные колебания. В особенности это относится к индексу NASDAQ, в расчетную базу которого входят акции высокотехнологичных компаний, и японскому индексу Nikkei, упавшему в январе 2001 года до отметки 13100 с высоты более 20000

пунктов, достигнутой в конце 1998 г. 8 января 2001 года произошло самое большое падение индекса Dow Jones за все время его существования, а также индекса NASDAQ, в расчетную базу которого входят акции компаний сектора высоких технологий.

В своей известной книге *Irrational Exuberance* ("Иррациональное изобилие") Роберт Шиллер (Robert Shiller, 2000) пишет, что американский индекс Dow Jones вырос втрое за период с 1994 по 1999 год благодаря ряду неэкономических причин. Этими причинами он считает появление Интернета, новую веру в технологии людей, родившихся в период демографического взрыва, и поведение растущего числа дневных трейдеров. Но я не уверен, что Шиллер обозначил все причины. В Великобритании социальный и культурный контекст был несколько иным. До 1999 года дневных трейдеров было очень мало. Интернет пришел в Соединенное Королевство позднее, да и вера в технологии никогда не была такой уж высокой. Тем не менее, британский индекс FT-SE, находившийся в 1994 году в районе 2700, в 2000 году тоже вырос до 6500. Джеймс Эркарт Стюарт (James Urquhart Stewart) из фирмы Barclays Stockbrokers рассказал мне, что его ужасает поведение некоторых его коллег из Сити, которым мало приличной прибыли, и они рыщут по рынку в поисках "толстой сардельки", то есть, бумаги, которая в течение нескольких недель может взлететь в цене в десять раз и принести прибыль в 1000%. Это была азартная игра, а не инвестирование, и уж явно не пример поведения рационального экономического человека.

Шекели, тугрики, бацли, капуста, лавэ, бабло, филы, бабки, зелень – сленговых словечек, обозначающих деньги, не меньше, чем словечек, обозначающих секс. Однако, деньги имеют для нас слишком важное значение, чтобы позволить себе проявлять облегченную рациональность по отношению к ним. Деньги обозначают статус, могущество, степень свободы. Многие из нас жалуются, что их постоянно не хватает. По данным опросов, 23% дневных мечтаний людей относятся к деньгам. Только о двух предметах мы мечтаем в дневное время больше, чем о деньгах. Это мечтания о еде и сексе.

Хотя правительства настойчиво твердят, что нам придется больше откладывать на старость, на деле придерживаться

Введение

рациональности при принятии инвестиционных решений становится все труднее, поскольку мелкий инвестор сталкивается со все большим количеством вариантов и рисков.

Если вы рассчитываете дожить до 90 лет и откладываете на это деньги, следует ли отказывать себе во вполне приемлемых по деньгам развлечениях, как например, отдых в Тайланде? В конце концов, вы ведь не хотите закончить свои дни в богадельне. Ведь, возможно, Тайланд с его пляжами, стриптиз-клубами и казино вам необходим, поскольку вам требуется разрядка. А, может быть, вам следует пойти на компромисс и поехать на Корфу. Вполне возможно, что вам нужен совсем другой вид отдыха и схема пенсионных накоплений с индексацией относительно цены какого-либо товара. Помогите!

Денежные табу

Во-первых, многие люди не любят задумываться об инвестициях и связанных с ними рисках. Люди привыкли полагаться на рекомендации менеджеров своего банка, которых они знали на протяжении многих лет, но в большинстве клиринговых банков Великобритании уже нет тех старомодных менеджеров, с которыми можно было поболтать. По данным Агентства по развитию базовых навыков и Департамента образования и трудоустройства, большинство совершеннолетних жителей Великобритании несведущи в математике. Многие испытывают неудобство от отсутствия необходимых навыков и смутение от того факта, что для оценки инвестиционных рисков им придется смотреть на цифры и думать о них.

Во-вторых, у нас есть определенные табу в отношении денег. Сколько денег вы зарабатываете, каким капиталом вы обладаете – все это конфиденциальная информация. В наши дни один из двух совладельцев компании порой не знает, сколько зарабатывает его единственный партнер. Я могу знать, от каких штучек вы становитесь зверем в постели, но не иметь ни малейшего понятия, какой доход вы имеете от вложений в это строительное общество. О сексе говорят все, но "бабки"... – это очень конфиденциальная информация.

В-третьих, деньги часто вызывают конфликты между людьми. В своих книгах о судебных спорах Дебора Таннен (Deborah Tannen, 1997) и Элизабет Мэпстоун (Elisabeth Mapstone, 1998) показывают, что треть всех споров касается денежных вопросов. Партнеры обвиняют друг друга в безответственности и иррациональности в отношении финансов.

В-четвертых, оказывается нам трудно анализировать свое собственное отношение к риску, а это отношение зависит от личности и прошлого опыта. Исследования также показывают, что наше отношение к вещам и поведение зависят от того, что психологи называют "локус контроля".

Рациональный экономический человек не подвержен колебаниям, резким взлетам и падениям настроения, капризам и предчувствиям. Он способен с идеальной точностью просчитывать и принимать решения о расходах, инвестициях и степени риска. Коэффициенты риска/выгоды впитаны им с молоком матери. Однако, я считаю, что рациональный экономический человек является плодом фантазий.

По словам Эндрю Смитерса (Andrew Smithers) из Smithers & Co., снабжающего экономическими данными инвестиционные фонды, даже профессионалы фондового рынка считают трудным делом точно оценить степень рискованности собственных решений. Как сказал мне Смитерс, "В Сити все крутится на деньги других людей". И это влияет на то, как люди видят риск и обходятся с ним.

Самый первый пример инвестиционного совета можно найти в Талмуде. Раввины – а они являлись толкователями слова Господня – рекомендовали людям держать треть капитала в товарах, треть – в недвижимости, и треть – в наличных. Наверное, Господь дал правильный совет. И уж точно гораздо более правильный, чем советы многих земных консультантов по инвестициям.

Смитерс также считает, что эксперты по инвестициям испытывают давление со стороны своих собратьев по бизнесу. Если все ваши конкуренты вкладывают деньги в индексные фонды (инвестирующие только в акции 100 крупнейших компаний Лондонской фондовой биржи, из которых складывается расчетная база индекса FT-SE или Footsie 100), вам потребуется большая отвага,

Введение

чтобы решиться действовать иначе, даже если вы подозреваете, что действия остальных не вполне рациональны.

Проблема усугубляется еще больше объемом информации, которую инвесторам необходимо проанализировать. Сегодняшний трейдер имеет доступ к компьютерным системам, дающим возможность открывать на дисплее 28 отдельных окон, позволяющих в реальном времени просматривать котировки акций на биржах всего мира. Мировой рынок никогда не спит. Финансовых рынков становится все больше, и на них торгуется все больше акций, облигаций, опционов, конвертируемых облигаций, производных финансовых инструментов, серебра, золота, беспозвоночных, варрантов, товаров, "бросовых" облигаций и фьючерсов на индексы. В результате мы имеем информационную перегрузку.

Информационная перегрузка изучалась с помощью экспериментов. (Вы только что стали жертвой одного из них, если не замотали в удивлении головой, прочитав слово "беспозвоночные" в приведенном выше списке. Биржи, торгующей насекомыми, пока нет, однако, дайте профессионалам из Сити немного времени. Хотите купить фьючерсы на муравьев? Нет проблем). В классическом эксперименте по информационной перегрузке испытуемый сидит перед множеством экранов и должен отслеживать начало вторжения "красных" и начало вторжения "синих". По мере увеличения количества отслеживаемых вводных субъекты начинают испытывать стресс и совершают ошибки, которых в обычных условиях они не делают. Они пропускают начало вторжения "синих". В наши дни трейдеры и эксперты по инвестициям вынуждены, подобно тем испытуемым, непрерывно отслеживать постоянно меняющуюся ситуацию на рынке.

Одной из форм этой информации являются показатели динамики отдельных бумаг, секторов рынка и индексов, позволяющие инвесторам сравнивать их друг с другом. Критики всегда жаловались на очень сжатые временные рамки, которыми оперирует Сити. А теперь обильный поток информации делает эти временные рамки еще более сжатыми. Многие из тех, у кого я брал интервью для этой книги, говорили о "временном горизонте", звучавшем как термин из телесериала *Star Trek* ("Стар Трек"). Индекс Footsie изменяется каждую минуту, и поэтому ваши действия по

управлению финансами можно тоже оценивать поминутно. То, что предшествовавшие шесть месяцев были для вас успешными, не имеет никакого значения. Но если 7 июля в 13 часов 12 минут ваши действия окажутся на 1,7% хуже динамики конкретного индекса, у вас возникнут проблемы.

Одним из старейших законов психологии является закон Йеркса-Додсона. Основанный на работе Роберта Йеркса (Robert Yerkes) и Дж.Д. Додсона (J.D. Dodson), закон гласит, что качество деятельности субъектов возрастает по мере увеличения интенсивности мотивации под некоторым давлением, испытываемым субъектом в ходе различных экспериментов. Однако, слишком большое давление приводит к снижению успешности деятельности субъекта. Целая серия исследований, таких как работа Кана (Kahn) и Кулера (Cooper) *Stress in the Dealing Room* (1993) ("Стресс в дилинговом зале"), позволяет сделать вывод о том, что профессионалы Сити испытывают огромные нагрузки, и эти нагрузки становятся все сильнее, поскольку изменения на финансовых рынках в наши дни происходят очень быстро.

По вопросу реакции работников на изменяющиеся условия труда литературы очень много. А Сити до "Большого Рыбка" 1986 года было одним из наиболее консервативных трудовых сообществ. Но с тех пор изменение условий происходило очень быстро. Крупные компании, такие как IBM, тратили огромные деньги на переподготовку персонала и выработку у сотрудников правильной реакции на изменения, поскольку изменения вызывают у людей тревогу. Однако, похоже, лишь немногие финансовые фирмы вложили деньги в подобные программы.

Одним из вопросов, вызывающих беспокойство у профессионалов Сити, о котором, однако, они редко говорят вслух, является опасение, что инвесторам вскоре не будут нужны их профессиональные навыки, и инвесторы не захотят больше платить им комиссионные в основном из-за того, что исследования показывают очень низкий уровень надежности прогнозов брокеров и аналитиков относительно дальнейшего направления движения рынка. Интернет тоже вносит перемены в инвестиционный бизнес. Американская брокерская фирма Charles Schwab, через которую проводятся биржевые сделки, утверждает, что 75% из них

Введение

осуществляется через Интернет. Клиенты больше не звонят брокеру по телефону. Все поручения идут с дисплея на дисплей.

После ознакомления с последними номерами ведущих академических изданий в области финансов, таких как *Journal of Portfolio Management* ("Журнал портфельного менеджмента"), *Financial Analysts Journal* ("Журнал финансового аналитика") и *Journal of Finance* ("Финансовый журнал"), становится ясно, что вопросам изучения результатов деятельности аналитиков стало уделяться гораздо больше внимания, чем когда-либо прежде. Уильям Кэбот (William Cabot), управляющий одного из ведущих американских фондов, написал в *Журнале финансового аналитика* (Cabot, 1998), что "многие, если не все менеджеры расстраиваются из-за того, что не могут переигрывать его (рынок) на более-менее долгосрочной основе". Кэбот признал, что, как и все остальные, "испытывает нервозность и беспокойство" из-за плохих результатов своего фонда в сравнении с итоговыми результатами рынка. Он также рассказал о некоторых трюках, используемых брокерами и фондами для приукрашивания отчетности.

Печальная сага о фонде Equitable Life показывает, куда могут пойти менеджеры пенсионных фондов в попытке привлечь новых клиентов. В 1970-х и 1980-х годах, когда уровень инфляции был высоким, фонд Equitable Life гарантировал новым вкладчикам высокие размеры ежегодных выплат. В результате в конце 2000 года компания прекратила принимать новых клиентов после постановления палаты лордов о том, что Equitable не имеет права отказываться от исполнения гарантий, данных 90000 инвесторов. Снизившаяся инфляция сделала исполнение выданных гарантий очень дорогостоящим делом.

Индивидуальные инвесторы также вынуждены приспосабливаться к происходящим на рынке изменениям. Как мы увидим далее, отношения индивидуальных инвесторов изучались поразительно мало. Гораздо больше изучалось, почему люди покупают жидкие моющие средства, чем вопрос, почему они покупают акции. Самые масштабные из проведенных опросов, результаты которых были опубликованы, во время которых людям задавался вопрос о мотивах инвестирования в акции, охватывали около 500 человек, поэтому по ним несколько затруднительно делать

конкретные выводы. В этой книге я полагаюсь не только на эти опросы, но и на интервью, которые я брал, чтобы установить некоторые факты.

Приключение с акциями Poseidon

Я никогда не был последовательным инвестором, но фондовым рынком после окончания университета интересовался постоянно. В возрасте 22 лет я сделал первую крупную инвестицию. В то время меня нанял Джеймс Мэйсон для написания сценария к фильму по роману Джейн Эйр. Я получил сказочный по тем временам гонорар в 1000 фунтов стерлингов и решил вложить часть этих денег в акции. Я инвестировал средства в компанию под названием Poseidon, которая нашла в Австралии золото. Все это так меня возбуждало, что я часто покупал в один день по три выпуска *Evening Standard*, чтобы следить за движениями котировок акций. Я до сих пор помню то легкое возбуждение от удовольствия, когда цена шла вверх. Нет необходимости говорить, что при подсчете барышей я не вычитал из них расходов на бесчисленные выпуски *Evening Standard*.

Через несколько месяцев я продал эти акции и получил приличную прибыль, которую потратил на оплату части взноса за мою первую квартиру. Я был несколько расстроен необходимостью продать акции, потому что появлялись сообщения, что Poseidon скоро найдет золото, и ее акции взлетят вверх. Но я только что женился, нам было нужно где-то жить, и моя тогдашняя жена Эйлин настояла на продаже.

Мне повезло. Или Эйлин оказалась прозорливой. Вскоре после того, как я продал акции, правда о Poseidon выплыла наружу. Ее рудники оказались не золотыми россыпями, а большой черной дырой в австралийских горах. Если бы я подождал еще несколько недель, то потерял бы большую часть денег, заработанных на сценарии по Джейн Эйр. До окончания и после окончания университета я также помогал в работе своему отцу, покойному доктору Бенджамину Кохену, который по профессии был кризис-менеджером. Поэтому я не понаслышке знаю, как поступают инвесторы в ситуациях сильного стресса, когда теряют свои деньги.

Введение

В этой книге я не даю советов по распоряжению семейным бюджетом и рекомендаций по покупке определенных акций. Вместо этого я пытаюсь аргументировать, что для понимания рыночного механизма и получения максимальной отдачи от имеющихся у нас возможностей необходимо понимать относящуюся к этой сфере психологию. Комментаторы стремятся отбарабанивать лишь одну точку зрения, что в психологии фондового рынка доминируют алчность, страх и стадный инстинкт. Я попытаюсь проанализировать эту точку зрения и доказать, что данное психологическое исследование может пролить свет на ряд важных и специфических вопросов, относящихся к финансовым рынкам, а именно такие вопросы, как эти:

- Насколько эмоциональны инвесторы, и как это сказывается на их суждениях?
- Как работают механизмы алчности, страха и паники? Все ли подвержены им в одинаковой мере и одинаковым образом?
- Вызывают ли акции эмоциональные ассоциации, и если вызывают, как влияют эти ассоциации на стоимость акций? В Главе 9 я развиваю понятия "мокрых" (эмоционально нагруженных) и "сухих" (эмоционально нейтральных) акций и предлагаю интересные различия в их поведении.
- Почему аналитики часто игнорируют ключевые фрагменты информации?
- Почему инвесторам и даже профессиональным брокерам так трудно продавать акции, даже когда они знают, что надо продавать?
- Что влияет на наше отношение к риску? Почему один человек считает определенный риск сумасшедшим, а другому он представляется хорошим вариантом для сделки?
- Как строится работа брокеров и дилеров – людей, принимающих за нас финансовые решения?
- Какое влияние на процесс принятия решений оказывает стрессовая и конкурентная обстановка, в которой они работают? Ваши деньги находятся в их руках. Насколько от этого изменяются ваши шансы на получение прибыли?

Психология финансовых рынков нашла подробное освещение лишь в нескольких книгах, опубликованных в Великобритании. В

Америке в этой области работы было проделано побольше, но подавляющее большинство публикаций по вопросам инвестирования основано на бухгалтерских принципах. Бенджамин Грэм (Benjamin Graham), являвшийся одним из великих гуру, начиная с 1940-х и далее, и сейчас занимает ведущие позиции. И он рекомендовал искать акции со скрытым потенциалом. Уоррен Баффетт (Warren Buffett), считающийся величайшим инвестором в мире, во многом является его последователем. На некоторых американских гуру в области инвестирования, таких как Том Бассо (Tom Basso), психология оказывала большее влияние, но в большинстве своих работ Бассо предлагает инвесторам упрощенный подход к их психологии. Например, он предупреждает об опасностях, которые возникают, если вы позволяете своему "эго" мешать вашим инвестициям.

Подведение итогов или вопрос "апостериорной самонадеянности"

Большинство аналитиков рынка до сих пор считают, что психология мало что может предложить инвесторам. Изучение таких журналов, как *Journal of Portfolio Management* ("Журнал портфельного менеджмента"), *Journal of Finance* ("Финансовый журнал"), *Journal of Financial Markets* ("Журнал финансовых рынков") и *Financial Analysts Journal* ("Журнал финансового аналитика"), за последние пять лет показывает, что исследований механизма работы рынка было проведено бесчисленное множество.

Однако, лишь незначительное количество исследований было посвящено изучению поведения людей при инвестировании. Я обрадовался, когда нашел статью об агрессивном инвестировании в *Journal of International Financial Markets* ("Журнал международных финансовых рынков"). В этой статье Бенос (Benos, 1999) написал следующее: "Мы изучаем экстремальные формы апостериорной самонадеянности, когда некоторые инвесторы при нейтральном риске переоценивают точность имеющейся у них конфиденциальной информации". Далее Бенос описывает, как "безоглядная приверженность агрессивному трейдингу" влияла на их биржевые операции.

Введение

Однако, когда я прочитал о его методологии, то стало ясно, что он не разговаривал ни с одним инвестором. У него не было ни одного субъекта, пострадавшего от проблем, обозначенных таким восхитительным названием – "апостериорная самонадеянность". Работа Беноса была целиком выстроена на моделировании на основе его собственных представлений, о том, какой может быть цепочка размышлений самоуверенного инвестора.

Для психолога такое отсутствие строгой методологии сравнимо с возвратом в 1890-е годы, когда популярной была кабинетная психология. В те времена усердные немцы и американцы пытались разработать теорию сознания на основе размышлений о своих же мыслях. Расчет исключительно на самоанализ завел их в тупик, но в конце концов психологи вынуждены были вылезти из своих кресел, чтобы получить реальные данные от реальных людей.

Одним из занимательных, но вряд ли тщательно продуманных последних нововведений в Америке, стала мода на употребление в сфере инвестирования словечек из области боевых искусств. Я выписал для себя ряд бесподобных названий, таких как *"Дзен и Искусство Инвестирования"*, *"Воинственный Трейдинг"* и *"Искусство Войны и Трейдинга"*. Теперь с нетерпением жду названия *"Семь Самураев штурмуют Уолл-Стрит"*.

В Великобритании к психологии все еще относятся с некоторым недоверием. Сотрудница по связям с прессой одной крупной инвестиционной компании выразилась прямо. "У фондового рынка нет психологии. Это здание", заявила Джин Димент (Jean Diment) из Capel Cure Sharp. Однако, многие профессионалы Сити, с которыми я разговаривал, заинтересовались идеей, что психология может оказывать некоторое влияние на биржевые сделки, но психология не входила в круг тех вопросов, о которых они читали или размышляли. Иногда во время опросов этих людей у меня возникало ощущение, что они шли на самоанализ, чтобы только доставить мне удовольствие. Складывалось впечатление, что до этого они никогда не задумывались о причинах, побудивших их купить акции, или ощущениях, возникавших от удачных и неудачных сделок.

До самого последнего времени академическая психология тоже была склонна игнорировать финансовые рынки. Исключениями

являются проекты Лондонской школы бизнеса и Манчестерского университета по изучению стрессовых нагрузок, испытываемых дилерами, и индивидуальных особенностей трейдеров, работающих с фьючерсами.

Никто не говорит, что экономические факторы не играют роли, но я приведу доводы и в пользу того, что рынок также управляется психологией индивидуумов и зависит от их реакции на действия толпы, давление со стороны членов своего круга и собственных побуждений этих индивидуумов. Более ста лет экономисты говорят о "медведях" и "быках", относя к категории "медведей" людей, имеющих пессимистический настрой в отношении рынка, а к категории "быков" — рыночных оптимистов. Исследования последнего времени позволяют более детально разобраться в этом вопросе, а именно понять, почему так много брокеров склоняются к лагерю "быков". Это смесь индивидуальных особенностей и ситуации. Мы также прошли приличную часть 2001 года и можем посмотреть, как профессионалы рынка справляются с его падениями.

Поэтому я считаю, что сейчас самое время взглянуть на психологию рынков и попытаться более детально разобраться в огромном количестве факторов, которые большинством аналитиков или игнорируются, или признаются лишь на словах без детального изучения. К этим факторам относятся алчность, страх, потребность в защищенности, информационная перегрузка, боязнь математики, давление со стороны людей своего круга, излишний оптимизм, отрицание совокупности фактов, конкурентоспособность, восприятие технологических изменений и путаница с определением собственных целей.

Кризис 2001

В марте 2001 года я поехал в Москву, чтобы снять фильм *The Nuclear Game* ("Ядерные игры"). Я пытался установить, какое количество ядерных материалов могло быть тайно вывезено за пределы бывшего Советского Союза. Со времени моего последнего приезда в Москву в конце 1988 года город полностью изменился. В нем появились все присущие современному городу ужасы,

Введение

развлечения и забавы – ужасные дорожные "пробки", уличные грабители, бесконечная реклама по телевизору. Но в магазинах появилась еда, и за деньги можно было купить все что пожелаешь. Тем не менее, параноя властей все еще кралась следом. Когда мы попытались снять внешний вид красивой церквушки неподалеку от Красной площади, нас остановила полиция и велела идти дальше. Мне сказали, что если я поеду в Троицкий институт физики (где бастовали ученые-ядерщики, не получавшие зарплату), меня не только арестуют, но и подбросят в карман героин. В старые, злодейские коммунистические времена было значительно интересней. Тогда пышногрудые сиреи пытались затащить вас в постель, чтобы потом шантажировать.

Тем не менее, через 10 лет после падения Горбачева Россия продвигается вперед, становясь рыночной экономикой. Президент Путин, несмотря на то, что когда-то был офицером КГБ, не препятствует экономическим реформам. Московский фондовый рынок все еще функционирует и даже показывает более хорошие результаты, чем NASDAQ.

Я не намерен рисовать идиллическую картину. Москва – не западный город. Некоторые пенсионеры попрошайничают и не из-за того, что они пьяницы. Пожилые мужчины и женщины, у которых единственным источником доходов является государственная пенсия около 1400 рублей в месяц, просят подаяния или продают цветы в метро и на улицах. В сельской местности нищета гораздо хуже. Но бывший центр коммунизма теперь очень похож на капиталистический город и полон возможностей для бизнеса.

Кристиан Диор открыл головной магазин прямо напротив Кремля, от чего Ленин, наверное, содрогнулся в своем мавзолее. Магазин Диора расположен в торговом комплексе, бывшим когда-то главным универсамом Москвы под названием ГУМ (или Glum – "мрачный", как именовали его представители Запада). В конце 1980-х полки ГУМа были как правило довольно пусты, а сегодня это залитый неонem, фешенебельный торговый центр, заваленный различными товарами. Купить может любой, имеющий наличные или кредитные карточки. Гипермаркеты меняют привычки обычных москвичей ходить по магазинам за продуктами питания, но, как ни странно, ведущая торговая сеть принадлежит туркам. Я обедал с

одним ирландцем, прожившим в Москве семь лет и создавшим консорциум, скупивший большую часть советской стекольной промышленности за сумму значительно меньше одного миллиона долларов. В условия сделки были включены все патенты, разработанные советскими специалистами в этой области после Второй мировой войны, и офисное здание в центре Москвы. Джерри был в восторге. Да и вся мировая экономика должна быть в восторге. Россия и бывшие страны Восточного блока представляют собой новый общедоступный рынок с населением более 500 миллионов человек. Возможно, некоторые из этих экономик немного отсталие, но чехи делают прекрасные автомобили, такие как "школа", а у поляков и венгров экономики хорошо развиты и продолжают развиваться. И даже во многом несправедливо критикуемая Россия все еще остается единственной страной, не считая США, способной запускать людей в космос.

Согласно экономической теории, открытие для капитализма доступа на такие гигантские новые рынки должно бы было стать сильным импульсом. На деле довольно узкий мир фондовых рынков почти не ощутил никакого воздействия. "Бычий" рынок 1990-х двигался вверх в основном на биотехнологиях, телекоммуникационных и информационных технологических прорывах.

Весной 1999 года, когда я начал писать первый вариант этой книги, бум рынка акций был в полном разгаре. А в феврале 2000 года, когда вышло первое издание моей книги в твердой обложке, уже возникло первое беспокойство. Возможно, цены акций поднялись слишком высоко. Начались интеллектуальные дебаты между аналитиками, утверждавшими, что происходит изменение экономических законов, и приверженцами традиционной теории, считавшими все это пузырьем и пеной, грозившими неизбежным крахом. Оптимисты заявляли, что мы не только вошли в новую экономическую реальность, но и в фазу бесконечного роста. Технологические гении изобретут еще более чудесные устройства и штуковины, о которых потребители и не мечтали. А проблемы с занятостью ушли в прошлое как часть тех старых неблагоприятных времен, которых нам больше не увидеть.

Когда я заканчивал расширенный и дополненный вариант этой

Введение

книги, оптимисты по большей части уже хранили молчание. Теперь экономисты спорят о том, грозит ли миру скатывание в рецессию или депрессию, насколько жестким окажется касание дна, и пострадают ли Британия и Европа так же сильно, как Соединенные Штаты.

Оптимисты в Великобритании утверждают, что мудрая политика Гордона Брауна означает гораздо меньшую подверженность их страны циклам взлетов и падений по сравнению с американцами. Циничные представители левого крыла указывают, что рецессия не связана исключительно с цикличностью и законами экономики. Они больше подчеркивают тот факт, что американского президента снова зовут Джордж Буш. Если хотите навредить самой сильной экономике мира, выберите Буша.

За четыре месяца после победы на выборах Джорджа У. Буша понижение мировых индексов стало реальностью, что подтверждается следующими цифрами:

Dow Jones	с	11009	до	9975
NASDAQ	с	3000	до	1900
FT-SE 100	с	6400	до	5560
Nikkei	с	15000	до	12900
Dax Frankfurt	с	6795	до	6089
Tel Aviv	с	478	до	422

Джордж Буш старший плохо управлял американской экономикой в конце 1980-х и начале 1990-х. Возможно, это действительно генетическая наследственность.

Глава Федерального резервного банка Алан Гринспен понижал базовую ставку в попытке подхлестнуть экономику, и после снижения ставки по федеральным фондам США до 4% котировки акций к маю 2001 года снова поднялись вверх. Однако, как долго это может продолжаться при такой низкой базовой ставке? Предыдущий министр финансов Великобритании в кабинете Тори Кеннет Кларк сказал, что Гринспен руководствовался в своих действиях более глубокими причинами, а не желанием оказать поддержку ненасытной утробе Уолл-Стрит. Рост Америки жизненно необходим мировой экономике.

В Великобритании многие акции, агрессивно расхваливавшиеся с начала до середины 2000 года, растаяли на глазах. В 2000 году и начале 2001 года росло число компаний, потерпевших банкротство.

Наиболее известным в Великобритании случаем драматического падения акций является обвал акций компании Lastminute.com, цена которых в настоящее время упала до 44 пенсов против цены предложения на уровне 380 пенсов.

Однако, падение акций Lastminute.com отнюдь не самое впечатляющее. Акции Baltimore Technologies упали с 1479 до 61. Акции компании Money Channel, поднимавшиеся до 578, упали до 7,5, после чего торги по ним были прекращены. В культурном отношении сами деньги уже не являются прежним шиком. Очередной кабельный канал, запущенный на нашей, по-видимому, неистребимой жажде денег. Программа "Просто Деньги" просто исчезла.

Все эти бумаги представляли новую экономику. Похоже, тут сработала поговорка "не попробуешь, не узнаешь". Оптимизм возносит акции слишком высоко, а затем им идти больше некуда, кроме как вниз. Как я покажу в этой книге, психологически выбор этого направления более сложен, но тут помогает здравый смысл, как и во всех других психологических вопросах.

Когда я впервые приступил к изучению этого вопроса, Чарльз Кларк, работавший брокером в West LB Panmure, рассказал мне, что начал продавать акции компании Nokia, выпускавшей мобильные телефоны, как только осознал, что прогнозы компании основаны на том, что приблизительно к 2002 году каждый житель планеты Земля будет иметь сотовый телефон. У Кларка возникли сомнения. Неужели вьетнамские крестьяне или туареги центральной и западной Сахары действительно захотят обзавестись сотовыми телефонами для поддержания связи со своими брокерами или наведения справок о том, кто сегодня ди-джей в самом прохладном ночном клубе? А вдруг все же найдутся отчаянные смельчаки, решившие, что можно прожить и без мобильного телефона?

Когда я находился в Москве, у журналистов, конечно, были мобильные телефоны, а у обычных людей, как например, у владевшей английским служащей отдела размещения в нашем отеле, их не было.

Введение

Может быть, они им были не нужны или они не могли их себе позволить? Не помню, чтобы я видел хотя бы одного человека, идущего по улице и разговаривающего по мобильному телефону. Вы можете возразить, что и там могут быть проданные телефоны. Вы также можете возразить, что рынок сотовых телефонов стал теперь более зрелым, а сформировавшиеся рынки показывают более медленный рост.

Высказывались серьезные сомнения относительно того, найдутся ли миллионы покупателей на мобильные телефоны третьего поколения. British Telecom влезла в долги на £30 млрд. и вынуждена была продать некоторые очень интересные активы (повредив своим перспективам роста), потому что заплатила огромные деньги на правительственном аукционе за лицензии на мобильные телефоны. Британское правительство собрало за эти лицензии £22,5 млрд. Все рассчитывали на непрерывный рост рынка дополнительных услуг, предоставляемых владельцам сотовых телефонов. В XXI веке высоких скоростей и высоких технологий ваш статус определяется престижностью торговых марок, которыми вы пользуетесь. Только самые крутые обладают самыми новейшими моделями. В 1990-х так называемые первые "адоптеры" всегда спешили выставить напоказ новейшие модели технических штук. Однако, аналитики стиля жизни отмечают появление нового скептицизма и даже пуританства. Борьба с брейдами стала модной. Только посмотрите, какой успех имела книга Наоми Кляйн No Logo ("Нет логотипам!") (Klein, 2000). Поэтому в наши дни сбитые с толку франты задаются вопросами, беспокоящими транснациональные корпорации. А нужен ли мне новейший высокоскоростной мобильник с выходом в Интернет? Смогу ли я быстрее затащить в постель девушку, если она увидит, что я отправляю и получаю электронные письма с помощью наручных часов? Буду ли я чувствовать себя менее одиноким, если у меня будет возможность входить в Интернет во время поездки на метро? Так что, первые адоптеры теперь, возможно, перешли на второсортные вещички.

Кроме того, мобильные телефоны представляют угрозу для здоровья. Операторы сотовой связи пока отрицают, что излучение телефона представляет угрозу для здоровья, заявляя, что это преувеличение, но в Америке уже появились судебные иски. в

которых истцы утверждают, что излучение мобильного телефона привело к повреждению мозга. Я не говорю, что производители мобильных телефонов не найдут способа снять эти опасения, но проблемы стиля жизни есть и довольно серьезные, поскольку операторы сотовой связи предполагают, что спрос на новые виды сервиса будет нескончаемым.

Существующие в мае 2001 года опасения скатывания в рецессию вредят не только компаниям, использующим новые технологии, таким как Motorola. Сталелитейные компании, такие как Corus, сокращают 6000 рабочих мест, а это огромная цифра. Автомобильная промышленность продолжает оставаться потенциальной жертвой. Призыв отказаться от покупок новых автомобилей имеет смысл с точки зрения экологии, но не имеет никакого экономического смысла.

На деле даже самые лучшие экономические новости могут оказаться испорченными. С сентября 2000 года на Ближнем Востоке снова растет военная напряженность, связанная с продолжающимися столкновениями между израильтянами и палестинцами. А в Юго-Восточной Азии напряженность отношений между Китаем, Тайванем и Америкой достигла наивысшей точки за все время своего существования. Удивительно, но фондовый рынок Тель-Авива просел гораздо меньше, чем NASDAQ. Динамика акций высокотехнологичной израильской компании BATM была одной из наиболее сильных.

Итак, за 18 месяцев мы прошли путь от высокого оптимизма до глубокого пессимизма. В последующих главах я постараюсь раскрыть суть некоторых психологических факторов, участвовавших в этом процессе.

В этой книге я также развиваю некоторые идеи Джона Б. Уотсона (John B. Watson), которого считаю гигантом мысли. Уотсон основал новую школу в психологии под названием бихевиоризм. В возрасте 42 лет он лишился профессорской должности в университете Джонса Хопкинса за любовную связь со студенткой. В течение двух лет он был коммивояжером, а затем поступил на работу в рекламное агентство J. Walter Thompson, где заработал целое состояние и, что самое главное, не потерял его во время Великого биржевого краха. В

Введение

1930 году Уотсон оказался в Англии с деньгами, которых вполне хватало для покупки самой дорогой обуви в St James. (И в дальнейшем до конца своей жизни Уотсон заказывал обувь ручной работы только в Лондоне и путешествовал через Атлантику на зафрахтованных для себя судах и самолетах).

Уотсон заставлял всех студентов вести "учет своих действий", в котором они должны были анализировать свои слабые и сильные стороны. Я предлагаю два вопросника – один по вашему отношению к потребности в информации, и второй по вашему отношению к риску. Эти тесты позволят инвесторам определить уровень их финансовых навыков. В мире, где деньги имеют значение, а многие из нас не очень разбираются в финансовых вопросах, понимание своего психологического отношения к инвестированию пойдет только на пользу.

Я надеюсь, что к концу книги читатели увидят, как все эти факторы работают в теории и на практике, и поймут, как надо анализировать свои сильные и слабые стороны при самостоятельном инвестировании, инвестировании по поручению других людей, а также, если они только начинают подумывать об инвестировании. Лично я лишь смиренно следую в кильватере Талмуда, поскольку, когда раввины писали эту книгу, они внесли в нее поистине божественные рекомендации и лучшие инвестиционные стратегии, имея целью дать праведным людям аналогичные ключи к пониманию сути вопроса.

Надеюсь, что книга окажется полезной для профессионалов, крупных инвесторов, а также новичков на фондовом рынке.

Глава 1. Тысяча способов остаться без штанов

Когда я изучал психологию, наши преподаватели водили нас в одну из оксфордских психиатрических больниц, называвшуюся

Тысяча способов оствиться без штанов

Литлмор. Элегантный психиатр, доктор Летемендиа, "демонстрировал" нам двух пациентов. Один из этих двоих был опрятно одетый мужчина сорока с лишним лет. Говорил он быстро. По его словам, ему было противно находиться в больнице, и более здоровым чем сейчас он никогда себя не чувствовал. У него были друзья, сексуальная привлекательность и чувство рынка. Хвастовство не в его привычке, но дела у него шли хорошо. Поразительно хорошо. Да, он горласт, несколько назойлив и слишком суетлив, но нельзя же его держать в психушке только из-за этих раздражающих качеств.

В студенческие годы мы все были почитателями Р.Д. Лэйнга (R.D. Laing), противника традиционной психиатрии, утверждавшего, что врачи навешивают ярлык сумасшедшего любому, кто не соответствует параметрам смиренной рубашки общества. Мы спорили, доказывая, что горлопан просто чудаков. А психиатры – эти жандармы мыслей – заставляют его платить такую цену.

Ошибаетесь, – настаивал доктор Летемендиа. – У горлопана явное психическое заболевание. У него маниакально-депрессивный психоз, переходящий в состояние полной маниакальности. В маниакальном состоянии он может создавать впечатление внушающего доверие и даже очень приятного человека, но не способен на рациональные умозаключения. Он приставал к женщинам без всякого на то повода с их стороны, разбрасывался деньгами. Через несколько дней маниакального состояния он бы впал в ужасную депрессию.

На большинство из нас это объяснение не произвело впечатления. Мы считали, что приписываемый тому человеку маниакально-депрессивный психоз был тем самым ярлыком, о котором предупреждал Лэйнг. И наплевать, что Ассоциация американских психиатров включила манию и маниакально-депрессивный психоз в список установленных психических заболеваний и считает плохую ориентацию в финансовых вопросах одним из симптомов вышеуказанных состояний.

Когда я начал писать эту книгу, та сцена в больнице всплыла в моей памяти, потому что в маниакальные состояния впадают не только очень взбудораженные люди. В ряде случаев поведение явно нормальных и трезвомыслящих инвесторов очень напоминало

Глава 1.

поведение пациента доктора Летемендиа в маниакальной фазе. Экономисты окрестили такие события спекулятивными бумами.

Необходимая вам история спекулятивных маний

Некоторые историки утверждают, что первый из так называемых спекулятивных бумов случился в античных Афинах. В 333 году до нашей эры цены на имущество и землю взлетели в Греции до небес. Хотя документов, из которых мы могли бы узнать подробности этого события, не сохранилось, тем не менее, интересен тот факт, что "самая" рациональная и утонченная древняя цивилизация погибла...

С середины XVII века хорошо документированных "спекулятивных маний" было много. Цены на акции, землю, золото, серебро, железные дороги и – что наиболее романтично – тюльпаны поднимались до невероятно высоких уровней. В 1637 году цена одной луковицы тюльпана редкого сорта достигала стоимости 12 акров земли в центре процветавшего голландского города Харлем.

В Англии некое подобие фондового рынка зародилось в конце XVII века в кофейнях, таких как "У Джонатана" и "У Гаррауэя", расположенных вблизи аллеи Иксчейндж, но люди с подозрением относились к новой профессии "биржевого джоббера", торговавшего акциями. Закон парламента, принятый в 1697 году, установил жесткий контроль над этой деятельностью из-за опасений, что биржевые спекуляции могут нанести "разрушительный" вред. Но все эти страхи не помешали в начале XVIII века раздуться Пузырю Южных морей, когда в 1720 году люди ринулись вкладывать деньги в торговлю на Тихом океане.

Столетием позже люди переключились с мечтаний об экзотическом золоте и специях на железные дороги. В середине XIX века началась великая железнодорожная мания. Примерно через 50 лет, в 1907 году, кризис в Америке привел к финансовому застою. Но это не остановило инвесторов от втягивания в лихорадку, вызванную земельным бумом во Флориде в 1925 году, за которым вскоре последовал бум на Уолл-Стрит 1926-1929 гг.



В надеждах и спекуляциях нет ничего нового. Это карта из колоды специальных "Пузырных Карт", выпускавшихся во время "мании" 1720 г.

Глава 1.

Когда я начал писать эту книгу, наиболее свежим из этих пузырей был бум японского фондового рынка в 1980-х. Тогда индекс Nikkei 225, являющийся ведущим фондовым индексом Токийской биржи, почти достиг отметки 35000. А в апреле 1999 года его вес составлял менее 50% от той величины. За период с весны 2000 года до зимы 2001 акции высокотехнологичных компаний перешли в еще более крутое снижение. NASDAQ потерял 54%. Упали и акции таких компаний, как Eidos. Акции этой компании, выпускающей компьютерные игры по мотивам фильмов с участием Лары Крофт, упали с 800 пенсов ниже 250 пенсов. Акции Kingston Communications, оператора телефонной сети г. Гуль, упали с £10 в район £1,40. Ажиотаж 2000 года по акциям высокотехнологичных компаний имел массу признаков пузыря.

Со времени последнего пузыря прошло слишком мало времени, чтобы писать исторические исследования на эту тему, но по более древним "спекулятивным маниям" есть некоторое количество работ. Журналист викторианской эпохи Чарльз Макей (Charles Mackay, 1852) в своей работе *History of Extraordinary Popular Delusions* ("История необычайно массовых заблуждений") рассматривает три эпизода, имевших место до 1850 года – тюльпаноманию, охватившую Голландию, пузырь Южных морей и земельный бум на Миссисипи 1718-1720 годов, соблазнивший парижан покупать земельные участки в Америке. Экономист Джон Кеннет Гэлбрейт (John Kenneth Galbraith, 1933) написал книгу *A Short History of Financial Euphoria* ("Краткая история финансовой эйфории") и аналитическую работу по краху Уолл-Стрит 1929 г. Специалист по истории финансов Кинделбергер (Kindelberger, 1994) тоже писал о спекулятивных маниях Карсвелл (Carswell, 1993) написал подробную историю пузыря Южных морей. Совсем недавно Эдвард Ченселлор (Edward Chancellor, 1999) в работе *The Devil Take the Hindmost* ("К черту неудачников") дал занимательную оценку некоторым из этих маний. Но ни одно из этих исследований не было в полной мере психологическим.

Историки предпочитают высказывать мнение, что все эти мании были схожи по своему характеру. Джон Кеннет Гэлбрейт заявляет, что инвесторами движет дикая алчность и паника от того, что они могут упустить сказочные прибыли. Если другие богатеют, –

Тысяча способов остаться без штанов

думают они, – то и мне надо бы поторопиться, иначе я ничего не получу. В конечном счете все эти бумы заканчивались катастрофой.

За исключением земельного бума на Миссисипи, все остальные "спекулятивные мании" охватывали рынки, на которых инвесторы имели некоторый опыт. Вкладывая деньги, эти обеспеченные мужчины и женщины были уверены, что их действия в плане риска вполне благоразумны. Однако, я позволю себе высказать предположение, что мы никогда не сможем понять глубинных причин этих бумов, если будем считать, что в их основе лежат лишь элементарная алчность и грубый стадный инстинкт. К тому же, во всех спекулятивных лихорадках кто-то выигрывает, а кто-то проигрывает. Многие инвесторы вышли из этих маний с очень хорошими барышами, поскольку ажиотаж создавал прибыль. Проигравшими были те, кто или купил слишком поздно, или – что случалось гораздо чаще – не мог решиться вовремя продать, когда уже был в прибыли.

Кроме того, рынки поддерживались участием в них многих авторитетных личностей – богатых, уважаемых и известных людей. Уж если играют такие люди, менее богатым и менее опытным игра казалась относительно безопасной. Во время всех этих пузырей звучали и предупреждения. Бравшие на себя роль Кассандры предупреждали, что цены слишком высокие, но в основной своей массе люди их не слушали.

Еще одно основание подвергнуть сомнению объяснение спекулятивных бумов элементарной алчностью, страхом и стадным инстинктом дает теория когнитивного диссонанса. Эта теория предлагает более глубокие объяснения сути причин, по которым инвесторам так трудно признать, что текущие уровни грозят потенциальной катастрофой, и вовремя продать акции. С помощью этой теории можно также объяснить, почему многие инвесторы во время двух из упомянутых пузырей игнорировали опыт своих недавних предшественников, свидетельствовавший о рискованности игры.

Краткие обзоры пяти нижеследующих маний покажут, насколько сложными они были на самом деле.

Деньги – корень зла, или тюльпаномания 1633-1637

Голландцы любили цветы еще до того, как около 1633 года тюльпаны стали оборотным кредитно-денежным инструментом. Каждый год из Константинополя в Амстердам приходили суда с луковицами и корешками тюльпанов. Сначала красивыми, экзотическими тюльпанами восхищались просто так, но вскоре они также стали и символом общественного статуса.

В 30-х годах XVII века Голландия была наиболее совершенным в финансовом отношении обществом в мире. Купцы могли брать кредиты в недавно появившихся банках, а в Амстердаме было некое подобие фондового рынка. По своей натуре голландцы не были азартными людьми. Многие были приверженцами кальвинизма и в деловых отношениях строго придерживались протестантской этики. Голландские купцы умели просчитывать риск. Они финансировали длительные морские плавания, из которых суда имели реальный шанс не вернуться, но в которых также была и реальная перспектива огромных прибылей.

В начале 1634 года один тюльпан стоил около 400 флоринов. За период с 1634 по 1635 год цена сначала удвоилась, потом утроилась, а затем удесятерилась. К середине 1635 года цены на тюльпаны уже котировались на биржах Роттердама, Хорна, Алкмара и Лейдена, а также Амстердама.

Сначала тюльпанами занимались только богатые купцы, но затем в это втянулись и люди среднего класса. Некоторые семьи продавали свои дома, чтобы купить на эти деньги тюльпаны. Объективно люди понимали, что цветы не могут стоить так дорого. А субъективные ощущения этих людей были совсем другими. Саймон Шама (Simon Schama, 1994) утверждает, что правящий класс Голландии был в смятении от этого денежного психоза. Казалось, что люди не видели перспектив этого феномена и были не в состоянии вести себя здравомысляще.

Цены на тюльпаны поднялись так высоко, что луковички стали продаваться на вес, измерявшийся перитами. Один перит весил меньше грамма. Тюльпан сорта "Адмирал Лифкен", весивший 400 перитов, стоил 4400 флоринов. Самым дорогим сортом был "Semper Augustus" ("Вечный август"), цена которого доходила до 5500

флоринов. Один купец хотел купить всего одну луковичку редкого сорта "Вице-король" так сильно, что выменял ее (этим списком мы обязаны современнику того купца по имени Мунтинг) на: "два ластаншеницы, четыре отборных быка, восемь отборных свиней, двенадцать отборных овец, две большие бочки вина, четыре большие бочки пива, две бочки масла, тысячу фунтов сыра, кровать со всеми постельными принадлежностями, комплект фешенебельной одежды и серебряную чашу для питья". Стоимость всего перечисленного составляла 2500 флоринов. Как недавно подсчитали, по сегодняшним деньгам это эквивалентно \$244000 (Hinshley, 1996).

Всеобщее увлечение тюльпанами было в полном расцвете около 18 месяцев. Цветочные дилеры раздували рыночный пузырь, но их усилия были бы тщетными, если бы тысячи людей не отмахивались по своей воле от реальности, уверовав в то, что тюльпан может стоить гораздо больше, чем золото такого же веса.

Приезжие могли попасть в Голландии в ужасно неприятные ситуации. Мунтинг описывает историю с матросом, прибывшим в Амстердам и отправившимся на встречу с торговцем шелком. Купец заплатил ему за полученную информацию и дал маринованную селедку. Взяв селедку, матрос заметил на прилавке луковичу. Он любил есть рыбу с луком, поэтому взял и ее. Матрос и подумать не мог, что купец был бы против.

Десятью минутами позже купец пришел в ярость. Он не мог найти луковичку очень ценного сорта тюльпана "Semper Augustus". Купец обыскал всю лавку. Исчезла.

Внезапно он вспомнил: "Матрос". Это он украл мой тюльпан. Купец собрал друзей, и они обыскали ближайшие таверны. Когда они наконец нашли матроса, было слишком поздно. Тот безобидно доедал селедку с луком. Матрос не знал, что это была самая дорогая луковица в мире. Та самая луковица сорта "Semper Augustus", стоившая 5500 флоринов или более \$600 тысяч в пересчете на современные деньги! Чувства юмора у купца не было, и он засадил матроса в тюрьму.

Рынок тюльпанов развился до такой степени, что на нем началась даже фьючерсная торговля. Мунтинг приводит контракт, по условиям которого А соглашается купить у Б 10 луковичек сорта

Глава 1.

"Semper Augustus" по цене 4000 флоринов за каждую с поставкой через 6 недель после подписания контракта. Один предприимчивый голландский печатник начал издавать "Регистр цветов", печатая в нем каждую неделю цены на тюльпаны.

Но в ноябре 1636 года вера в ценность тюльпанов неожиданно упала. Цены на цветы, продававшиеся по 4000 флоринов, резко упали до 300-400 флоринов. Покупатели отказывались выполнять условия контрактов.

Историки не смогли объяснить этот спад уверенности или, используя современный профессиональный жаргон, причину изменения "настроения участников рынка". Чарльз Макей (Charles Mackay, 1852) в своей работе *History of Extraordinary Popular Delusions* ("История необычайно массовых заблуждений") написал лишь следующее: "Наконец наиболее благоразумные начали понимать, что эта глупость не может продолжаться вечно". Однако, это довольно поверхностное объяснение

Последствия были сложными. До краха одни покупатели иногда занимали деньги для покупки тюльпанов. Другие отдавали луковички тюльпанов в качестве залога под бравшиеся кредиты. Имевшие большое состояние в тюльпанах вдруг обнаружили, что владеют горами практически ничего не стоявших цветов. Голландское правительство отказывалось вмешиваться, заявляя, что привести в порядок всю эту неразбериху должны сами торговцы тюльпанами.

Интересным было и появившееся в конечном счете юридическое решение. Все контракты, заключенные в ноябре 1636 года на пике мании, были объявлены недействительными. Все контракты, заключенные позже, считались исполненными, если покупатели платили 10% от ранее оговоренной цены. Продавцов это расстроило, но когда они пытались опротестовать оплату в суде, то не находили там сочувствия. Голландские судьи отказывались принуждать покупателей к исполнению контрактных обязательств, указывая, что "долги, возникшие в процессе игры, по закону долгами не являются". Однако, до краха ни покупатели, ни продавцы вовсе не считали себя участниками азартной игры.

Голландское общество было сильным, и бизнес вскоре

оправился. По мнению экономистов, в создании пузыря Южных морей участвовали во многом схожие механизмы, но было одно существенное отличие. Если голландцы покупали по абсурдной цене редкие и экзотические цветы, то участники этого пузыря покупали листки бумаги и мечты о прибыли.

"Акционерный капитал" и Пузырь Южных морей

И Джонатан Свифт, и Даниель Дефо, когда писали о Пузыре Южных морей 1720 года, рисовали картину простодушных инвесторов, обманутых богатеями. В своем стихотворении Свифт высмеивает джобберов, сидящих и наживающихся в кофейне Гаррауэя:

А на вершине безопасного утеса Гаррауэя,
Жестокий ожидает жертв народ,
Лежат и ждут, в томленье цепenea,
Когда тела погибших жертв пойдут в доход.

Но инвесторы были отнюдь не такими наивными. Ко времени возникновения этого пузыря фондовый рынок Англии уже имел 150-летнюю историю. Первые акционерные компании появились еще во времена королевы Елизаветы для финансирования экспедиций в Россию и Ост-Индию и налаживания торговли с этими странами. Компания по водоснабжению Лондона была основана в 1607 году и являлась акционерной компанией.

В статье, опубликованной недавно в *Journal of Economic History* ("Журнал истории экономики") (1999), Кастро (Castro) и Ли (Lee) отмечают, что в лондонских кофейнях "совместными фондами" торговали как минимум с 1672 года. Само словосочетание "фондовая биржа" происходит от "совместных фондов", где фондами были акции. Кастро и Ли анализируют покупки и продажи акций двух торговых компаний XVII века – Королевской Африканской компании и Компании Гудзонова залива.

Пожалуй, еще более удивителен тот факт, что к 1690-м годам уже функционировал фьючерсный рынок. В кофейнях вокруг аллеи Иксчейндж можно было купить акции, а так же так называемые "Отказы". В памфлете, опубликованном в 1694 году, Джон Хоктон (John Houghton) писал, что "человек с деньгами" мог прийти в

Глава 1.

кофейню Гаррауэя и "спросить, во что ему обойдется Отказ от определенного количества акций. То есть, сколько гиней на акцию он должен заплатить за свободу получить эти акции или отказаться от них по определенной цене в любое время в течение следующих шести месяцев или другого оговоренного срока". Сегодня мы называем этот инструмент опционом. Опционы дают покупателю право купить или продать какой-либо базовый актив через определенный период времени. Скажем, вы купили опцион на право купить какую-либо акцию по 50 и заплатили за эту привилегию 5. Если акция вырастет в цене до 57, вы оказываетесь "при деньгах", то есть имеете прибыль в 2 цента на акцию. Если же бумага падает до 49, вы теряете всю свою ставку.

Хоктон также описал "способы игры на понижение", когда кто-либо соглашается продать акции по определенной цене. Если цена поднимается, вы теряете ваши деньги. Если падает – вы выигрываете. Разовьем предыдущий пример. Если вы купили опцион на продажу по 50 и заплатили за эту привилегию 5, вы окажетесь "при деньгах" в случае снижения цены ниже 45, так как тогда вы перекроете свою первоначальную ставку в размере 5. Хоктон даже обрисовал опасную практику потенциальной продажи группами большего количества акций компании, чем существовало в действительности.

Именно на этом фоне интереса к акционерным компаниям и беспокойства в отношении спекуляций и была в 1710 году учреждена Компания Южных морей. Правительство Англии столкнулось с финансовым кризисом, и граф Оксфорд, а также другие богатые английские купцы согласились принять на себя государственный долг, составлявший в то время £10 миллионов. Чтобы Компания Южных морей могла выплачивать акционерам дивиденды, ей отчислялась некоторая часть таможенных пошлин, взимаемых, к примеру, с таких товаров, как табак. Компания также получила монопольное право на торговлю со странами и островами южных морей. В совет директоров компании входили известные и уважаемые люди, которые начали вести бизнес без всякого умысла надуть публику.

К 1710 году на аллее Иксчейндж уже установились определенные торговые процедуры. Ли и Кастро перерыли архивы Королевской Африканской компании и Компании Гудзонова залива и

обнаружили ряд ювелиров, как например, Уильям Шепхерд, выступавших в роли брокеров и маркет-мейкеров. Шепхерд покупал и продавал акции упомянутых компаний, взимал за это комиссионные и часто держал небольшие пакеты акций, чтобы инвесторы всегда имели возможность купить их у него.

Социальный и исторический контекст тоже сыграл значительную роль в создании пузыря южных морей. Англичане всегда восхищались исследовательскими экспедициями и пиратством. Такие пираты, как Генри Морган, капитан Кидд, Бартоломью Робертс и Блэкборд, были популярными героями. Робертс был известен введением запрета на употребление на борту алкогольных напитков, поскольку считал, что пьяные пираты сражаются хуже трезвых. Его победы подтверждали эту точку зрения. Его обходившиеся без рома команды захватили 400 кораблей и угрожали морским перевозкам, вынудив командование флота направить на борьбу с ними целую эскадру. Некоторые даже считали, что пираты основали утопическую республику на Мадагаскаре. Не ослабевал интерес и к понскам места, где капитан Кидд зарыл свои сокровища.

Компания Южных морей предложила инвесторам возможность на законных основаниях поучаствовать в освоении сказочных богатств. Люди были убеждены, что в Перу и Мексике находятся неисчерпаемые залежи золота и серебра, и жестокие дикари будут отдавать это золото и серебро в обмен на биссер и одежду. Ведь золото для них было безделушкой.

Многие историки утверждают, что даже если при создании Компании Южных морей намерения ее учредителей и были честными, то к 1720 году ситуация изменилась, и неразборчивые в средствах члены правления компании начали распространять слухи с целью поднять стоимость ее акций. Они распустили слух, что Испания уступит Англии четыре порта на побережье Чили и Перу. На самом деле все было иначе. В процессе обсуждения условий "*asiento*" – соглашения о поставке рабов из Африки в Вест-Индию – король Испании Филипп V сделал всего одну уступку. В качестве демонстрации доброй воли Филипп разрешил одному британскому кораблю в год торговать с Мексикой, Перу и Чили, но даже и эту договоренность он сопроводил тяжелыми условиями. Филипп должен был получать четверть всей прибыли и 5% от остальной прибыли.

Глава 1.

22 января 1720 года в палате общин Банк Англии и Компания Южных морей боролись за право принять на себя обязательства по долгу британской казны, который к тому времени уже был больше тех £10 миллионов в 1710 г. Компания Южных морей предложила выплатить существующий долг в течение 25 лет в обмен на пошлины на табак и монопольное право вести торговлю с Испанией и портами южных морей.

2 февраля в результате голосования победила Компания Южных морей, хотя член парламента Роберт Уолпол предупреждал, что в случае победы Компании Южных морей "опасная практика биржевой игры отвлечет внимание нации от нормальной торговли и производства. Она станет опасным соблазном, заманивающим в ловушку излишне доверчивых людей, которые могут разориться, вложив заработанные деньги в проект, обещающий иллюзорное богатство". Уолпол доказывал, что "уже самый первый принцип проекта является злом огромнейшей величины, поскольку предусматривает искусственный подъем стоимости акций путем подогрева настроений и поддержания общей одержимости обещаниями выплаты дивидендов из фондов, которых явно не хватит для этой цели".

Слово "одержимость", которое использовал Уолпол, было вполне подходящим. Он задавал вопросы, которые задал бы и хороший современный финансовый аналитик. Каким образом компания предполагает получить необходимую ей прибыль? Каковы фактические объемы продаж?

На следующий день после получения контроля над государственным долгом акции Компании Южных морей выросли в цене со 130 до 300 фунтов. Затем билль должен был получить одобрение палаты лордов. Историки, считающие компанию надувательством, утверждают, что члены правления распустили еще больше бессовестных слухов, чтобы вызвать рост акций. Якобы между Испанией и Англией ведутся переговоры о новых соглашениях. Филипп вот-вот сделает новые уступки. Из Потоси в Лондон отправлено серебро на обработку.

Одним из наиболее интересных аспектов драмы южных морей был волновой эффект. Если в Голландии мания была сфокусирована на

тюльпанах и только на них, в Англии Компания Южных морей вызвала рост интереса к другим акционерным компаниям, и в результате на свет появились сотни новых компаний. Среди наиболее занимательных была компания, специализировавшаяся на "горговле волосами". Специализация других была более осмысленной, как например, "импорт ореховых деревьев из Вирджинии" или "мощение лондонских улиц". А третьи были из области сюрреализма, как например, компания "по созданию колеса для вечного двигателя" или еще одна, созданная "для осуществления Весьма Выгодного предприятия, характер которого пока не подлежит оглашению". Жаждавшие поучаствовать в Весьма Выгодном предприятии инвесторы вносили 2000 фунтов наличными, но учредитель компании исчез вместе с деньгами, и больше его никто не видел. Эта волна затронула только Лондон, но была очень мощной и еще более поразительной оттого, что опасения относительно биржевых спекуляций существовали уже давно, и именно против них был направлен закон, принятый парламентом в 1697 г.

Несмотря на предупреждения Уолпола, билль был одобрен палатой лордов, 83 члена которой проголосовали "за" и только 17 "против". На следующий день закон был утвержден монархом. Однако, рынки эксцентричны. Компания Южных морей добилась первой и очень амбициозной цели. Теперь она контролировала государственный долг. И результат: 7 апреля цена акций снизилась с 310 до 290 фунтов.

И снова появились позитивные слухи. Граф Стэнхоуп получил предложения Испании. Испания согласна в обмен на Гибралтар и Порт-Махон отдать порты на побережье Перу. Распускали ли эти слухи члены правления для повышения стоимости акций или они сами поднимались пузырями на поверхность из-за очень сильного давления групп, уверовавших в Компанию Южных морей?

Но теперь Уолпол был уже не единственным влиятельным скептиком. Джонатан Свифт (цитируемый в работе Макея, 1852) написал следующие строки:

Подписчики толпятся там весь день,
Ругаться и толкаться им не лень,
Виною тому желание наживы.
Но, видит Бог, им будет не до жиру.

Инвесторы ничему не учатся

Пузырь достиг максимальных размеров в период с января по сентябрь 1720 г. Примечательно само это время. Годом раньше схожая схема была запущена в Париже шотландцем Джоном Ло. Проект "Миссисипи", разработанный Ло, тоже предлагал инвесторам акции компании, ведущей торговлю в южных морях. Это был так называемый земельный бум на Миссисипи. К маю 1720 года дела компании Миссисипи пошли очень плохо. Акции компании или по-французски "actions", что звучит гораздо динамичней, перешли в свободное падение. Компания Миссисипи обанкротилась. Тысячи парижан были разорены. 27 мая появились злые памфлеты и карикатуры, в которых Ло изображался "Богиней акций". В одном куплете он был назван первым живорожденным сыном дьявола, "забравшим все наши деньги".

Жители Лондона знали, что происходило в Париже. После заключения Утрехтского мирного договора между этими городами шел постоянный торговый обмен, и существовало регулярное транспортное сообщение. Из Лондона в Париж можно было добраться за четыре дня. Таким образом, лондонцы должны бы были быть в курсе опасности торговли в южных морях, что показал проскт Ло. Но большинство жителей Лондона предпочли проигнорировать урок, преподанный по ту сторону Ла-Манша.

А в Лондоне 29 мая цена акции Компании Южных морей поднялась до 500 фунтов, и многие люди обменяли государственные ценные бумаги, обеспечивавшие ежегодную ренту, на акции компании. В начале июня произошел еще один скачок до 890 фунтов. Люди решили, что выше цена уже не пойдет, и многие стали продавать. 3 июня продавцов было так много, а покупателей так мало, что цена упала до 640 фунтов. Значительное число тех, кому не удалось купить акции с самого начала, бросились покупать их сейчас, сочтя 640 фунтов низкой ценой и шансом относительно дешево войти в предприятие.

Новость о банкротстве компании Миссисипи не оказала никакого влияния. Предупреждение Уолпола и Свифта тоже не были услышаны. Акции компании росли до начала августа, когда цена

достигла 1050 фунтов. Это было пиком. Затем цена стала падать. К началу сентября акции продавались по 700, что все еще было более высокой ценой чем в мае, когда новости из Парижа должны бы были предупредить инвесторов об опасности.

Настоящие проблемы у Компании Южных морей начались в середине сентября. Падение цен началось после известия, что сэр Джон Блант и другие члены правления компании продали часть своих акций и получили на этом огромные прибыли. 8 сентября состоялось собрание акционеров компании, но атмосферы кризиса на нем не ощущалось. Руководители компании расхваливали достигнутые результаты и сулили блестящие перспективы. Однако, как это часто бывает, собрание, созванное для повышения уверенности акционеров, возымело обратное действие. К 12 сентября цена упала до 540 фунтов. За пять недель акции компании обесценились наполовину.

13 сентября испуганный член парламента Томас Бродерик написал письмо лорду-канцлеру, в котором обвинял в падении директоров компании. Бродерик писал: "наиболее уважаемые люди вывели свои деньги, защищая себя за счет потерь обманутых и беспечных, чей разум был затуманен алчностью и надеждами получить вместо кучки монет целые горы денег. Тысячи семей будут обречены на нищенское существование. Мой ужас не выразить словами, а ярость неопишима...".

"Реалист" и "мечтатель" – рассказ о Гае и Гее

Во время процесса, который современные аналитики называли бы циклом взлетов/падений, поведение инвесторов различалось очень разительно, поэтому я не могу сопротивляться желанию включить в эту книгу рассказ о Гае и Гее. Джоне Гее, написавшем "Оперу нищего" (*The Beggar's Opera*), и Томасе Гае, купце. Оба были интересными личностями в истории Лондона. Гей подарил 19 акций компании, которые он так и не решился продать. На пике рынка его акции стоили 20 тысяч фунтов. Друзья Гей умоляли его продать их, но как написал в своей книге *Life of the Poets* ("Жизнь поэтов") Самуэль Джонсон (Samuel Johnson, 1905), "он мечтал о высоком положении и роскоши". Гей не удосужился избавиться хотя бы от двух или трех

Глава 1.

акций, что гарантировало бы ему ежегодный доход в размере 100 фунтов на жизнь "с уверенностью, что каждый день у него будет чистая рубашка и баранья лопатка на обед".

Когда акции стали падать в цене, Гей не мог с ними расстаться. Он думал, что 19 его акций снова вырастут и будут стоить 20 тысяч фунтов. Когда он потерял все, Джонсон отметил, что "катастрофа опустила его так низко, что даже его жизнь была в опасности". Гей был типичным экстравертом. Ему всегда хотелось нравиться другим людям, а когда его планы проваливались, он часто впадал в ужасную депрессию. Его поведение представляется типичным случаем отрицания действительности и паники. Поведение Гея напоминает поведение многих инвесторов, которые испытывали трудности с фиксированием прибыли, потому что по их представлениям цена должна была продолжать расти.



Сердце Лондонского Сити. Слева здание Банка Англии.

Томас Гай был более мудрым. Он владел книжной лавкой на Ломбард-стрит и сделал состояние, продавая библии. Гай продал свои акции на вершине рынка и получил фантастическую прибыль, составившую 234 тысячи фунтов. Он решил распорядиться этой

прибылью альтруистично и основал новый госпиталь. Госпиталь Гая у Лондонского моста. Чудесная пара — алчный поэт и купец-альтруист.

Типичные различия

Историки, изучающие развитие экономики, не выясняли, кто вышел из этого пузыря с прибылью, а кто с убытком, но все же есть некоторые интересные сведения. Ряд еврейских банкиров, таких как Да Костас, похоже, не очень влезали в эти акции, а те акции, которые у них были, они продали в хорошее время. Сэр Теодор Йанссен, один из директоров Банка Англии, потерял целое состояние, но у него все-таки осталось достаточно имущества на сумму 300 тысяч фунтов. Грубоватый рыцарь из Линкольншира, сэр Джон Мерес, оказался в более худшем положении. Он был уверен, что пузырь сделает его таким богатым, что он сможет стать видным государственным деятелем, но обанкротился, поскольку не решился продать акции. А ведь Мерес не был неотесанной деревенщиной. Король Георг I поступил достаточно безрассудно, снова войдя в рынок, когда бумага стоила около 900 фунтов, и его супруга боялась, что ганноверцы разорятся. Для разбирающегося в психологии историка, изучающего развитие экономики, здесь богатый пласт материалов. Но наиболее уравновешенным инвестором, попавшимся мне при изучении этих материалов, оказался некий Палтени, написавший своему другу: "Смешно сказать, какая сумма могла бы оказаться в моем распоряжении, но поскольку я не обладаю достаточной для этого (своевременной продажи) прозорливостью, меня несколько успокаивает то, что я привел свои дела в порядок и теперь не пострадало".

К концу октября цена акции Компании Южных морей опустилась до 150 фунтов. За исключением того факта, что члены правления компании продали часть своих акций, все остальные дела вроде бы шли нормально. Обязательства по обслуживанию долга компания выполняла. Плохих новостей не было. Морские чудовища не сделали океаны более опасными, и Филипп Испанский не делал заявлений для прессы, объявляя ложными слухи о торговле с Англией. Так что же тогда стало причиной падения уверенности, приведшей к такому развороту от "мании" к "депрессии"?

Глава 1.

Последствия этого пузыря были гораздо серьезней, чем в Голландии. Английские суды не объявляли сделки недействительными. Если вы купили акции за 800 или 1050 фунтов, обратной дороги не было. Тысячи людей были разорены. Генеральный почтмейстер принял яд. Палата общин послала за заклятым противником проекта Уолполом, чтобы он разобрался в этой неразберихе. Парламент также образовал комитет для выяснения причин случившегося. Акции Компании Южных морей обесценились. В конце концов, созданный комитет обнаружил, что компания подкупала многих политиков, чтобы провести свои законопроекты через парламент. Члены правления компании были арестованы, а их поместья конфискованы.

Возможно, именно взятки позволили Компании Южных морей проводить свои законопроекты через парламент и распространять позитивные слухи. Но никакой суммой взяток нельзя объяснить, почему смывленные лондонцы, знавшие о только что произошедшем крахе аналогичной схемы во Франции, продолжали покупать акции Компании Южных морей.

Мне могут возразить, что во всех этих трех драмах XVII-XVIII веков инвесторам продавали некоего рода мечты – тольпаны и "Эльдорадо" южных морей. Однако, люди, рискующие своими деньгами, не были неопытными в финансовых вопросах по стандартам своего времени. С самого начала участвовать в пузыре могли только люди, имевшие значительные финансовые средства. В 1720 году за 300 фунтов можно было купить прекрасный дом в Лондоне. Тем не менее, понимание экономики было примитивным. Банки только начинали функционировать, а бумажные деньги были новшеством.

Однако, к середине XIX века люди стали гораздо лучше понимать финансовые рынки. Продавать в розницу мечты о тропических островах, струящихся золотом в карманы инвесторов викторианской эпохи, уже было невозможно. Вместо этого в розницу продавались железные дороги, но железнодорожная мания была несколько иной. Возможно, это было первым технологическим бумом, и здесь мы находим первые свидетельства нечестных замыслов простых инвесторов.

Великий железнодорожный бум XIX века

После исторического пробега из Донкастера локомотива железнодорожного инженера Джорджа Стефенсона было построено несколько железных дорог, но к 1835 году первый энтузиазм улетучился. Историки, изучающие развитие финансов, утверждают, что так называемая "железнодорожная мания" началась только в середине 1840-х годов. К тому времени стало ясно, что Великобритании нужна хорошо спланированная сеть железных дорог.

Два историка, изучавшие развитие транспорта, Левин (H. G. Lewin, 1936) и Мичи (R. C. Michie, 1981), описали в своих работах способы распространения акций железных дорог. По большей части эти акции сначала распространялись с помощью прямой подписки или через агентов, организовывавших в городах собрания, на которых они убеждали местных жителей подписаться на акции. Биржевые брокеры практически не имели дела с первичным размещением акций. Большинство железнодорожных компаний хотели, чтобы местные инвесторы помогли им организовать железнодорожное движение. В отличие от трех предыдущих маний, железные дороги были реальным объектом для инвестирования, а для прокладки путей, строительства станций и паровозов требовалось участие состоятельных частных лиц.

Одной из первых планировалось построить железную дорогу Глазго-Эдинбург, и по смете стоимость строительства составляла £550000. Но для начала строительства полная сумма не требовалась. Компании понимали, что инвесторы тоже это знают и откажутся платить за акции полную цену при их выпуске. Поэтому компании предложили инвесторам внести всего 10% от полной стоимости акций. Оставшуюся часть инвесторы должны были вносить по мере возникновения необходимости финансировать строительство.

В некоторых случаях железнодорожные компании вообще не требовали первого взноса. Инвесторам рассылались уведомления с подтверждением, что на них зарезервировано такое-то количество акций.

Интерес к железным дорогам был такой большой, что этот рынок рос даже на этих письмах-уведомлениях. Левин подсчитал, что

глава 1.

в 1846 году Великобритания могла похвастаться наличием 1190 отдельных железнодорожных компаний. Некоторые из них были совсем крошечными, получившими право на прокладку менее 10 миль железнодорожного пути.

Многие распространители акций просто прикарманили первоначальные взносы людей. А многие частные лица, купившие акции, и не собирались вносить оставшуюся часть в размере 90%, оговоренных в условиях подписки. Газеты осуждали этих людей, называя "меткими стрелками", планировавшими продать свои акции с прибылью, так и не заплатив за них. Мичи (Michie, 1981) подсчитал, что в конце 1845 года в Шотландии были распространены акции 94 железнодорожных компаний. Общая номинальная стоимость размещаемых акций составляла £36,5 млн., но инвесторы наскребли всего лишь £180764 – около 2% от суммы, которую они должны были заплатить на первом этапе. В этой ситуации большинство простых людей рисковали не очень сильно. Под угрозой оказалось строительство самих железных дорог.

В предыдущих маниях у простых инвесторов, пожалуй, не было возможностей проявить нечестность. Железнодорожная мания стала первым примером, когда алчность приводила к нечестности. Ничего удивительного тут нет. Когда премьер-министр Маргарет Тэтчер начала в 1980-х годах приватизацию, люди часто шли на нарушение закона и отправляли по несколько заявок, потому что знали, что это выгодное дело. Некоторые попались и были наказаны, но большинству "наивных" инвесторов из простых людей это казалось быстрым и легким способом сделать деньги.

В результате безответственных спекуляций "метких стрелков" железнодорожные компании были вынуждены занимать деньги у банков и финансировать строительство под долговые расписки. Левин утверждает, что дальнейшее развитие железнодорожной сети наладилось только в конце 1850-х.

Земельный бум во Флориде – предупреждение Уолл-Стрит

Наиболее известным крахом в истории был крах Уолл-Стрит 1929 г. С 23 по 29 октября индекс Dow Jones (отражающий стоимость

Тысяча способов остаться без штанов

акций на Нью-йоркской фондовой бирже) упал более чем на 25%. Затем он продолжал падать до июня 1932 года, когда достиг абсолютного дна этого "медвежьего" рынка на отметке 41,2, скатившись с вершины почти на 90%.

Рассказ о крахе Уолл-Стрит включает экономические, социальные и даже культурные аспекты. Писатель-романист Скотт Фицджеральд был одним из величайших мастеров этого жанра. В основе многих тонких, мелодраматичных коротких рассказов этого писателя лежат истории потерянных в одно мгновение состояний. Всплывающие в памяти картинки тоже очень выразительны. Черно-белые кадры кинохроники, окутанные туманом небоскребы, брокеры, выбрасывающиеся в отчаянии из окон... Лучше умереть, чем не исполнить требование о внесении дополнительного обеспечения.

Считается, что история не должна повторяться. Однако, тревога, связанная с Уолл-Стрит, существовала с самого начала 20-го столетия. В романе "Обычай страны" (1912) (*The Custom of the Country*), действие которого происходит перед Первой мировой войной, Эдит Уортон рассказывает историю Ундины Спрагг, амбициозной американской девушки, живущей в Нью-Йорке. Ее отец, муж и друзья постоянно рискуют потерять свои состояния в результате одного неудачного дня на Уолл-Стрит. И так же, как краху лондонского пузыря в 1720 году предшествовал бум и крах парижского рынка, в Соединенных Штатах краху Уолл-Стрит предшествовал другой широко известный крах. За три года до того, как американский рынок двинулся, по выражению Гэлбрейта (1955), в "необъятные небеса", инвесторы во Флориде наблюдали, как их деньги растворялись столь же быстро, как и в лучшем из европейских пузырей.

В начале 1920-х годов недвижимость во Флориде стала стремительно расти в цене. Этому способствовали несколько местных особенностей. Как и во время железнодорожной мании, инвесторы могли покупать землю и недвижимость без оплаты их полной стоимости. Сделки заключались на основе "запоговых соглашений", то есть предварительных соглашений между продавцом и покупателем недвижимости, требовавших от покупателя внесения залога в размере 10% от полной стоимости. Эти 10% давали покупателю полное право на купленную землю.

Глава 1.

Таким образом, можно было купить участок стоимостью \$15000, заплатив за него всего \$1500, а оставшуюся сумму взять в долг под эту собственность. Продав эту землю двумя месяцами позже за \$20000, можно было получить \$5000 прибыли за вычетом процентов по взятым в кредит \$13500. Процентная ставка как правило составляла 7%, и в данном примере равнялась бы \$525 за 6 месяцев. При продолжении роста рынка можно было легко получить чистую прибыль в размере \$4475, буквально ничего не делая. В 1920 году средняя годовая зарплата составляла в США менее \$2500.

Агенты по продаже начали агрессивно выбрасывать на рынок участки земли во Флориде, а покупатели со всех уголков США, считавшие это "верным делом", охотно инвестировали свои деньги. И действительно, какое-то время прибыли были верными. В Майами полоски земли делились на все меньшие и меньшие участки. Участки земли за многие мили от побережья, не стоившие раньше и гроша, вдруг стали продаваться за тысячи долларов.

Один брокер по имени Понци предлагал участки земли около Джэксонвилла. Это "около" оказалось в 65 милях от города. Другой брокер предлагал земельные участки в быстро растущем городе Несси, вымышленном и в действительности не существовавшем в то время. Непривлекательные участки в Майами уходили по \$15000. Лучшие участки в Майами на берегу океана доходили в цене до \$250000. Цены на землю лезли все выше и выше, но покупатели продолжали расхватывать участки. Цена покупки могла быть сколь угодно большой, однако, всегда находился желающий заплатить еще больше. И, конечно же, в конечном счете прибыли были результатом чьих-то убытков.

Власти Флориды хвастались, что их штат был американской Ривьерой. Экономист Эндрю Смитерс рассказал мне, что на пике активности из 110 тысяч человек, проживавших в Майами, 55 тысяч были втянуты в операции с недвижимостью. Но прежде чем потешаться над этой флоридской глупостью, давайте вспомним, что в 1988 году агенты по недвижимости предлагали коморки в лондонском районе Найтсбридж по £30 тысяч.

В 1926 году по Флориде пронесся ураган, унесший жизни 400 человек. К концу того года 17 тысяч человек не имели крыши над

головой. Эта трагедия нанесла удар по уверенности. В этом случае можно говорить, что определенное событие отрицательно сказалось на "настроении" участников рынка. Медленно – а это было действительно медленно – бум подошел к концу.

К концу 1926 года цены на землю упали, а в последующие два года падение было драматическим, хотя и не достигло абсолютного нуля, как во время краха пузыря южных морей, поскольку земля все-таки имеет хоть какую-то цену. О масштабе обвала можно судить по суммам, проведенным через банки Майами. В 1925 году через эти банки прошло \$1,06 млрд., а к 1929 году объемы клиринговых операций сжились до \$143 млн.

Обвал цен на рынке недвижимости Флориды стал в Соединенных Штатах крупной новостью. Говорить, что инвесторы были ни в чем не виноваты, равносильно открытому игнорированию фактов. Крах освещался на первых полосах *Wall Street Journal* и *New York Times*, а также по радио. Это должно было вернуть инвесторов к реальности и осознанию того, что ни один рынок не может идти только вверх, вверх и вверх.

В аналитической работе, посвященной краху Уолл-Стрит, Гэлбрейт (1955) не коснулся ключевого вопроса, почему инвесторы проигнорировали обвал, случившийся во Флориде. Я не утверждаю, что у меня есть ответы на этот вопрос, но некоторые факторы, вероятно, сыграли свою роль в то время.

В 1920-х годах, после унылых лет Первой мировой войны, рынок акций зачаровывал людей. Играть на рынке было круто. Если у человека не было ранее нажитых капиталов, инвестирование делало его частью социально амбициозной группы. Если вы читали произведения Скотта Фицджеральда, то ощущение, что на восточном побережье не было ни одного человека, не игравшего на фондовом рынке, вполне простительно. (Как мы увидим в дальнейшем, это было не так, но такое ощущение имеет свое значение). Ходили рассказы о лакеях, сделавших на бирже \$250000 и больше. Инвесторам нравилось ощущать себя частью этой группы, и они демонстрировали это самыми вульгарными способами. Толпами ломались в брокерские конторы, чтобы наблюдать, как растут цены. Гэлбрейт даже утверждает, что такое поведение ускорило крах. Многие люди,

Глава 1.

которые должны бы были в это время работать в своих офисах и зарабатывать этим деньги, находились в брокерских конторах, наблюдая за котировками акций.

Рынок тоже не вызывал противоречий. Если на Уолл-Стрит продолжался рост, богатым мог стать любой и не за счет других людей. Никто не должен был пострадать. Это тоже имело психологическое значение.

Рынок процветал на последних технологических достижениях. Особый спрос был на акции компании Radio, так же как на акции Интернет-компаний в 1999 г. На новых быстроходных пассажирских судах имелись специальные отделения связи, из которых можно было отправлять по телеграфу распоряжения своим брокерам. Именно из такого отделения композитор Ирвинг Берлин отдал распоряжение о продаже 1000 акций компании Paramount Famous Lasky, когда они стоили \$72, и это оказалось мудрым решением, поскольку позже эти акции рухнули до нуля.

Интеллектуальность была одной из черт, делавших рынок привлекательным. Гуру с Уолл-Стрит были умными и предлагали новые интересные механизмы инвестирования. Самыми интересными из таких механизмов были инвестиционные фонды. Собственно говоря, инвестиционные компании были не таким уж и новшеством. Они появились еще в 1860-х годах, и их основным бизнесом была покупка ценных бумаг и акций. Но теперь такие уважаемые дома, как Goldman Sachs (да, они уже тогда существовали), начали создавать инвестиционные фонды, покупавшие не только облигации и акции, но и акции других инвестиционных фондов.

Ценность такого фонда складывалась из стоимости его акций, а также престижности, инвестиционных способностей и других характеристик дома, создавшего этот фонд. Если фонд инвестировал средства в 10 других фондов, то почти половина его фактической стоимости складывалась из престижа, а не акций в его портфеле. Инвестиционные фонды, инвестировавшие в другие инвестиционные фонды, были хрупкими пирамидами. Но во время роста рынка они выглядели искусными механизмами и форштевнем новой финансовой системы.

Исследовательские работы по тому периоду часто создают

впечатление, что на Уолл-Стрит играла вся Америка. Но если бы это было действительно так, не было бы никаких сомнений в легковёрности инвесторов. Но и в этот раз все было не так. При численности населения в 60 миллионов человек только около полутора миллионов американцев владели акциями. Гэлбрейт считает, что в основном это были люди, жившие на восточном побережье и в Калифорнии. Жители районов, которые мы сейчас называем центральной частью Америки – Канзас-Сити, Айовы и других – были более консервативны в финансовых вопросах. Географическое положение играло роль, так же как Амстердам во времена тюльпаномании или Лондон во время пузыря южных морей. Чем больше было расстояние от Нью-Йорка, тем меньше у людей было шансов попасться на соблазны рынка.

В конце 1926 года, когда случился обвал земельного рынка во Флориде, индекс акций промышленных предприятий, рассчитывавшийся газетой *New York Times* и являвшийся эквивалентом Dow Jones, был на отметке 176. На следующий год рынок круто пошел вверх, но невиданных ранее высот он достиг только в марте 1928 г. Тот год начался на отметке 245, а закончился на 40% выше, на отметке 331. Гэлбрейт утверждает, что именно тогда начался "массовый уход от реальности в мир иллюзий". Инвесторы хлынули на рынок, вбрасывая в игру огромные суммы.

Рост некоторых бумаг в период между 1926 и 1929 годом просто ошеломляет. Акции Dupont поднялись с 255 до 525. Акции Wright Aeronautic выросли с 69 до 289. Новая фаворитка Radio взлетела с середины шестого десятка до 510. С 12 по 14 марта 1928 года акции Radio поднялись на 40 пенсов.

Гэлбрейт очертил целый комплекс технических и психологических причин крутого подъема рынка. Особенно он подчеркивал два технических фактора: успех американской промышленности и относительную легкость получения кредита. Многие американские компании сообщали о больших прибылях, а на рынке имелся целый ряд бумаг интересных компаний из сферы новых технологий, таких как Radio. Уровень цен в 1927 году был вполне оправдан. Гэлбрейт даже утверждает, что и на протяжении некоторой части 1928 года цены многих бумаг имели некоторую логику. В самом начале бум рынка шел на основе здравых оценок

Глава 1.

экономических перспектив.

Часть легенд о крахе 1929 года объясняют его тем, что инвесторы в основном покупали на 10%-ной марже, и это якобы ускорило крах. Сделка на марже означает, что при покупке акций инвесторы платили всего 10% их стоимости. Если акции продолжали расти, брокеры не требовали внесения денег. Можно было, как во время земельного бума во Флориде, купить за 10 центов акцию ценой в \$1, а затем продать ее за \$1,15, положив в карман 15 центов прибыли. Гэлбрейт показал, что к марже прибегало не так много людей, как утверждают мифы. Из полутора миллионов инвесторов 900 тысяч играли на свои деньги. А те 600 тысяч инвесторов, которые покупали на марже, не испытывали трудностей с получением кредита и не потому, что брокеры были безрассудными. Маржа никогда не была 10%-ной. На самом деле в 1927 году брокеры просили клиентов внести денежное обеспечение в размере 45%. Чуть позже в том же году брокеры подняли маржу до 50%, поскольку их беспокоило состояние рынка. Одновременно банки настойчиво предлагали брокерам кредиты. Международные банки могли получить хорошую прибыль, ссужая деньгами американские банки, которые предоставляли кредиты брокерам с Уолл-Стрит, а те в свою очередь давали в долг своим клиентам. Банки предоставляли кредиты брокерам под 12%, а те ссужали клиентов под 14%-16%. Таким образом, с финансированием маржи проблем не было. В начале 1929 года клиенты были должны брокерам ошеломляющую сумму в \$6 миллиардов (около \$60 млрд. сегодняшними деньгами).

Тем не менее, Гэлбрейт утверждает, что эти технические факторы играли меньшую роль, чем психологические. Он считает, что существовал "настрой", поддерживавший саму идею легкого обогащения. Забудьте протестантскую этику. Нет необходимости работать до изнеможения. Вложите деньги, откиньтесь поудобней и наслаждайтесь. Наблюдайте за ростом Dow Jones. Никаких усилий не требуется. Гэлбрейт говорит о "финансовой эйфории" и доказывает, что эти настроения были схвачены в статье под названием "Богатым может стать каждый", опубликованной гуру с Уолл-Стрит Джоном Рэскобом (John Raskob, 1929) в *Ladies Home Journal* ("Домашний журнал для женщин"). В этой статье Рэскоб писал, что если откладывать каждый месяц всего 20 долларов и вкладывать их в

Тысяча спесеее остаться без штанов

акции на протяжении 20 лет, то к 1949 году (при реинвестировании всех дивидендов) инвестор будет сидеть на куче золота из 80 тысяч долларов. Коллекционер произведений искусства Бернард Барух (Bernard Baruch) заявил в интервью, что мир входит в новую экономическую эру.

Определить, измерить или объяснить настроения общества никогда не было легкой задачей. Далее идут отдельные сюжеты, но мне они представляются интересными, поскольку персонажи этих историй были психологами, хорошо чувствовавшими настроения американцев в конце 1920-х, и ни один из них не был охвачен идеей быстрого обогащения.

Три причины, дающие основание полагать, что в 1920-х годах не вся Америка была охвачена страстью быстрого обогащения:

- отношение Джона Б. Уотсона;
- инвестиционная политика Карла Роджерса;
- сетования Б.Ф. Скиннера.

К 1928 году американский психолог Джон Уотсон вылетел из академической науки и стал вице-президентом рекламного агентства J. Walter Thompson. Уотсон часто писал для популярной прессы и был постоянно востребован в качестве эксперта. В исследовании его биографии, написанном мною в 1979 году, я установил, что Уотсон вовсе не пропагандировал идеи легкого обогащения. В статье для журнала *NEA* (1928) Уотсон подчеркивал необходимость упорно работать. Он пропагандировал идею создания специальных клиник, в которых люди могли бы улучшать перспективы своего карьерного роста. Он предложил некоторые правила для достижения успеха в бизнесе. Ключевым правилом был упорный труд. Каждый должен быть готов работать сверхурочно. Не стоит надеяться, что за одну ночь станешь президентом компании. Необходимо как можно глубже изучать всю сферу бизнеса, в котором работаешь. В рекомендациях Уотсона не было ничего сверх оригинального, но они вряд ли подтверждают настроения, которые Гэлбрейт считает ключевыми, а именно настрой на быстрое обогащение благодаря волшебным возможностям рынка.

Карл Роджерс (Carl Rodgers), один из основателей

Глава 1.

гуманистической психологии, писал в конце 1920-х докторскую диссертацию. Он был из достаточно состоятельной семьи, но поссорился с отцом из-за денег и нуждался в дополнительных доходах. Для игры на рынке у него были все необходимые для этого связи. Однако, он и не подумал этим заниматься. Он зарабатывал дополнительные деньги, импортируя китайские безделушки (Роджерс ездил в Китай несколькими годами раньше), и репетиторством.

Воспоминания третьего психолога, Б.Ф. Скиннера (B.F. Skinner), автора книг *Beyond Science and Dignity* ("За пределами свободы и достоинства") и *Walden Two* ("Уолден-2"), о конце 1920-х тоже отличаются от того, что говорит Гэлбрейт. В книге *Particulars of My Life* ("Подробности моей жизни") (1984) Скиннер анализирует свое душевное состояние в 1927 году, когда ему было 23 года. Характер у него был несдержанный. "Общество считает меня лентяем, потому что я не зарабатываю себе на хлеб", – жаловался Скиннер. А общество ожидало, что он устроится на работу "в офис и будет работать по восемь часов в день, тратя часть этого времени на проявление любезности по отношению к другим служащим, на подготовку вечеринки и обсуждение подробностей бейсбольного скандала". Скиннер считает, что если бы он все это сделал, то, как он пишет: "Я был бы настоящим мужчиной. И в общем-то людям не так было нужно, чтобы я 'был мужчиной', а им просто хотелось, чтобы я был одним из них".

Я выбрал этих свидетелей тех времен, чтобы показать, что общий настрой на быстрое обогащение в 1920-х годах был не таким уж и общим, как утверждает Гэлбрейт, и объяснение инвестиционной лихорадки одними лишь капризами настроений не годится.

В конце 1920-х инвесторы получали массу противоречивых рекомендаций. Нет никаких сомнений, что такие оптимисты, как Рэскоб, нефтяной магнат Рокфеллер и великий финансист Эндрю Меллон, были могущественны. 23 марта 1929 года, когда Рэскоб плыл в Европу, он положительно отзывался об акциях General Motors и настаивал, что они, как и многие другие, слишком дешевы. Когда рынок в июне 1929 года на короткое время просел вниз, Меллон заявил, что для беспокойства нет оснований, а "мощная приливная волна процветания продолжится". Чуть позже, когда рынок снова грозил крутым обвалом, Рокфеллер покупал акции, заявляя, что для

тревоги нет фундаментальных причин.

При таком интересе к рынку журналистам требовались мнения экономистов. Многие из них были очень оптимистичны и иногда в своих выступлениях скорее походили на агентов по рекламе, а не академиков. Профессору Дайсу из Университета штата Огайо рынок виделся "идушим за этими могучими рыцарями автомобильной промышленности, сталелитейной промышленности и радиопромышленности", у которых нет другого пути, кроме дороги вверх. В сентябре 1929 года экономисты Гарвардского университета заявили, что не видят серьезных причин для беспокойства. Профессор Ирвинг Фишер (Irving Fisher), один из известнейших американских экономистов и человек с солидной репутацией, заявил за месяц до краха, что цены акций находятся на приемлемых уровнях. Годом позже Фишер опубликует интересную статью по психологии инвесторов, но к этой статье отнесутся с пренебрежением, возможно, из-за собственной судьбы Фишера. Он стал мультимиллионером, но в результате непродуманных инвестиций умер в 1947 году в огромных долгах. Вероятно, рациональные экономические люди не видели причины обращать внимание на работу экономиста, закончившего свои дни в богадельне.

Но во время бума на Уолл-Стрит были также и пессимисты. Гэлбрейт указывает на одного аналитика, рекомендовавшего держать деньги в наличных или инвестировать их в золото. Легко понять, почему люди игнорировали мнение одинокого критика, но ведь были и другие более мощные голоса, извлекавшие уроки из земельного бума во Флориде. Пол Кэбот (Paul Cabot), писавший на тему финансов, обвинял профессионалов в области инвестирования в "нечестности, небрежности, несостоятельности и алчности". Начиная с 1928 года и далее, в *Wall Street Journal* звучали некоторые сомнения относительно роста цен. Газета *New York Times*, традиционный рупор истеблишмента восточной части США, выражала явное беспокойство. Раз за разом газета повторяла, что уровень цен на Уолл-Стрит неоправданно высок. Гэлбрейт насчитал не менее 10 передовиц в *New York Times*, в которых инвесторам рекомендовалось продавать. Вопрос в том, почему же к ним прислушивалось так мало инвесторов? В романе *The Custom of the Country* ("Обычай страны") Уортон предлагает интересное косвенное объяснение. Оно в

Глава 1.

основном связано с мужчинами, игравшими на Уолл-Стрит, и тем фактом, что эти мужчины не обсуждали финансовые вопросы со своими женами и подругами. Женщины были инфантильными, но алчными. Ублажить их мужчины могли лишь постоянными подарками и покупками вещей. Поэтому многие мужчины играли на бирже, поскольку это был единственный способ обеспечивать своих жен и любовниц постоянными подношениями бриллиантов и самых модных вещей! Уортон была прекрасным знатоком нравов высшего американского общества, поскольку в то время сама была частью этого общества.

Когда 23 октября рынок начал падать, состоялось собрание самых богатых людей Нью-Йорка. Эти изощренные инвесторы потратили миллионы, пытаясь поднять цены акций таких компаний, как US Steel. Не получилось. Окончательный обвал начался 29 октября. 23 октября индекс акций промышленных предприятий, рассчитывавшийся газетой *New York Times*, упал с 415 до 384. 28 октября он понизился еще на 49 пунктов, а 29 октября – еще на 43 пункта. Полиция окружила биржу, поскольку власти опасались, что начнутся беспорядки. Как и при прошлых, а также и будущих рыночных крахах, инвесторам было трудно поверить, что "бычьему" рынку приходит конец, и многие продолжали искать поводы для нового входа в рынок.

Затем рынок продолжал снижаться до июня 1932 года, когда индекс Dow Jones достиг отметки 41. И в этом крахе тоже трудно определить точную причину начала снижения уверенности.

В завихрениях рынка 1929 года некоторые потеряли ужасно много. но были и такие инвесторы, как Уотсон, вовремя вышедшие из рынка и сохранившие состояния, нажитые с 1927 г. Так в чем же различие между инвестором, который знает, когда продавать, и тем, который не может решиться на это? Этот вопрос, вероятно, представляет особый интерес, поскольку одним из любопытнейших моментов, обнаруженных мной в этой сконцентрированной истории спекулятивных маний, был тот факт, что в двух случаях пузыри следовали один за другим, а инвесторы все равно заходили слишком далеко, прежде чем начать продавать. Психологическая теория, возможно, поможет дать этому объяснение.

Теория когнитивного диссонанса Фестингера

В 1950-х годах американский психолог Леон Фестингер (Leon Festinger) изучал феномен заразного распространения слухов и наткнулся на работу индийского ученого по землетрясениям и их последствиям (Festinger, 1957). Психолог по фамилии Сингх собрал 35 тысяч слухов, циркулировавших в районе, где толчки ощущались, но разрушений не было. Около 90% слухов, ходивших в этом районе, предсказывали более значительные бедствия. Фестингер не мог понять, почему люди распространяют слухи, которые только усиливают беспокойство.

В разговоре со мной Фестингер объяснил, как он пришел к пониманию этих механизмов. "Люди были очень напуганы землетрясением. Они выбрались из убежищ, в которых скрывались. Они пережили значительные волнения, но теперь увидели, что ничего не случилось. Но они ощущали такой страх, что у них возникла необходимость создать для себя некий контекст, способный оправдать этот страх". Кроме того, они стыдились своего поведения.

Фестингер тогда доказывал, что слухи о более значительных бедствиях не были направлены на провоцирование тревоги, а служили оправданием страха. В работе *When Prophecy Fails* ("Когда пророчество не исполняется"), написанной совместно со Стэнли Шехтером (Stanley Schachter) и Генри Рикеном (H.W. Riecken), Фестингер рассматривает религиозную группу, предсказывавшую конец света, который должен был произойти в конкретный день 21 декабря (Schachter и др., 1964). Они сидели и ждали великого события. (Кстати, они ждали пришельцев, которые должны были их спасти, забрав с собой в космос). 22 декабря, когда Земля все еще была на месте, религиозная группа не признала своей ошибки и не отказалась от своих верований. Никаких проявлений стыда. Наоборот, они снова вышли на публику в поисках новых последователей, заявив, что мир был спасен их молитвами.

Фестингер официально изложил свою теорию диссонанса. Два элемента входят в диссонанс, если одно знание об одном и том же предмете логически противоречит другому. Например, я знаю, что курение очень вредно для моего здоровья, но продолжаю курить. Фестингер утверждал, что диссонанс может быть настолько

Глава 1.

психологически дискомфортным, что люди пытаются устранить этот дискомфорт с помощью невероятных утверждений, наподобие заявления той религиозной группы. Например, будучи курильщиком, я игнорирую все исследования о вреде курения. Я стараюсь не читать подобные статьи или считаю, что все противники курения являются фанатиками.

Во многих экспериментах Фестингера использовались деньги. Он сравнивал ощущения студентов, получавших за участие в скучных экспериментах 1 доллар и 20 долларов. Те, кому платили меньше, считали эксперимент менее скучным. Менее скучным, по мнению Фестингера, потому что это оправдывало потраченное ими время, за которое им платили всего лишь доллар.

Теперь будет понятно, почему идеи Фестингера могут оказаться полезными в объяснении поведения инвесторов во время этих спекулятивных маний. Инвесторы участвуют в биржевой игре не только для того, чтобы сделать деньги, но и для того, чтобы дать себе и другим разумное объяснение своему поведению. Конечно, их инвестиции являются финансовыми, но также и психологическими.

"Бычьи" рынки заполнены противоречиями

На быстро растущем "бычьем" рынке многие инвесторы будут испытывать два противоречащих друг другу ощущения:

1. Цены акций уже поднялись очень высоко, и рынок перекуплен;
2. Я рискую упустить прибыль, если не продолжу покупать акции, когда так много других людей участвуют в рынке.

Одним из способов устранить этот диссонанс является игнорирование любой информации, в которой утверждается, что рынок перекуплен, и искать информацию в поддержку второго предположения – "я могу упустить прибыль, если не буду участвовать". Это будет иметь эффект убеждения покупать, и чем больше людей будут покупать, тем выше поднимется рынок.

Фестингер сравнивает способы устранения диссонанса со способами устранения голода или жажды. Его идею в применении к

Тысяча способов остаться без штанов

условиям рынка выдвигают на первый план тот факт, что многие инвесторы в процессе устранения диссонанса начинают также испытывать эмоциональную привязанность к покупаемым ими акциям.

Когда рынок разворачивается к понижению, эти чувства затрудняют принятие решения продать акции. Продавая, инвесторы вынуждены выбрасывать за борт не только свои финансовые инвестиции, но и психологические инвестиции тоже, что приводит к новому неприятному усилению диссонанса.

Рациональный экономический человек (описанный во введении), конечно, заметил бы что убытки растут, и принял бы немедленные меры для изменения ситуации. Но инвесторы, не способные выдержать когнитивный диссонанс, начинают искать оправдания своим прошлым инвестиционным решениям и не могут надлежащим образом справиться с создавшейся ситуацией. Поэтому они держат бумаги, пока не становится слишком поздно. Они будут выискивать новости в поддержку их мнения, что ситуация на рынке улучшится, или о том, что их акции должны пойти вверх. В этом случае это не алчность и не страх, а более тонкий набор психологических механизмов, как сознательных, так и подсознательных.

В 1929 году позиции многих инвесторов закрывались принудительно, поскольку они не могли внести необходимое денежное обеспечение. Многие негодовали. Они не хотели продавать, считая, что рынок быстро оправится, и они смогут компенсировать свои потери. Существует тогда теория когнитивного диссонанса, она предсказала бы именно такую реакцию.

Все это актуально и сегодня. Некоторые оптимисты заявляли в 1999 году, что к 2002 году индекс Dow Jones достигнет 36000, поднявшись более чем втрое. Но к концу 2000 года эти оптимисты выглядели поистине нелепо, поскольку Dow, поднимавшийся летом до максимума на отметке 11016, снова скатился до уровней чуть выше 10000.

Когда я разговаривал с действующими финансовыми аналитиками, то обнаружил хорошие примеры когнитивного диссонанса в их работе.

Например, Роджер Ейтс, работающий в крупном

Глава 1.

инвестиционном доме Invesco, изо всех сил отстаивал репутацию Джона Рэскоба, утверждая, что тот скорее был прав, чем ошибался. Если бы вы инвестировали в акции с начала 1929 года по 20 долларов в месяц, то через 20 лет эта скромная сумма выросла бы не до \$80000, как предсказывал Рэскоб, но, тем не менее, до вполне приличной суммы в \$60000. Вряд ли на чем-либо другом вы могли достичь лучшего результата. Американский рынок рухнул, а Ейтс все же считает, что Рэскоб был прав, и рынки приносят прибыль, а в лучшем из лучших миров все может быть только к лучшему.

Я вовсе не собираюсь утверждать, что теория когнитивного диссонанса полностью объясняет поведение людей во время спекулятивных маний, но она предлагает ряд полезных объяснений.

История этих маний позволяет сделать вывод, что поведение инвесторов зависит от совокупности личностных и социальных факторов. Для их глубокого понимания необходимо использовать теории из различных областей науки: экономики, психологии личности, психологии группы и теорий связей. Никто пока не изучал различий между инвесторами, вовремя выходящими из рынка, и теми, кто цепляется и цепляется за надежды, а в результате проигрывает и проигрывает. Во второй главе предлагаются некоторые идеи по этому вопросу. Это вопрос сопротивления и отрицания объективных факторов, динамики, которой многие люди следуют подсознательно. Подсознательно, потому что ее корни уходят в их детство.

Глава 2. Психология денег и прибыли

Большинство профессионалов рынка утверждают, что единственными факторами, оказывающими влияние на рынок, являются алчность, страх и стадный инстинкт. Я полагаю, что это слишком ограниченный взгляд. Эти три фактора имеют значение, но отчетливо просматриваются и другие.

После краха Уолл-Стрит, но задолго до потери своего состояния, экономист Йельского университета Ирвинг Фишер (Irving Fisher) заинтересовался психологией инвесторов. Фишер считал инвестирование рациональным выбором. Люди оказывались перед трудным выбором между тратой денег и их инвестированием. Фишер нарисовал довольно лестный портрет инвестора. В какой-то мере он был идеалистом. Он обладал сильной волей и огромным самообладанием. Инвестор, в понимании Фишера, должен быть терпелив и уметь ждать, когда его инвестиции станут прибыльными. В книге *Theory of Interest* ("Теория процента") (1928) Фишер посвятил целую главу шести психологическим факторам, оказывающим влияние на отношение к инвестированию. Этими факторами были:

- Недальновидность. Отличие инвесторов от остальных людей заключается в том, что инвесторы способны оценивать долгосрочные перспективы и, в частности, ограничивать свои текущие расходы, чтобы иметь возможность инвестировать.
- Слабая воля. В понимании Фишера для откладывания денег на инвестирование и последующее поддержание этих инвестиций необходима сильная воля.
- Привычка легко тратить деньги, приводящая к сокращению денежных ресурсов для потенциального инвестирования. Фишер предположил наличие прямой связи между самоконтролем и успешным инвестированием. Способные на самоконтроль люди

Глава 2.

откладывали деньги, чтобы иметь возможность играть на бирже.

- Акцентирование внимания на краткости и неопределенности жизни. Эгоистичные люди были слишком озабочены краткостью жизни и придерживались взгляда, что в инвестировании мало смысла, поскольку скоро все равно умрешь.
- Эгоистичность. По мнению Фишера, инвесторы должны уметь контролировать свои эгоистические порывы и отказываться от немедленного удовлетворения желаний.
- Слепое следование общим тенденциям. Фишер прекрасно знал, насколько инвесторы подвержены влиянию тенденций.

Фишер не считал инвесторов ни алчными, ни подверженными панике, однако, следуя лучшим традициям экономистов, не взял интервью ни у одного инвестора. Он теоретизировал, что отдельные личности со стабильным доходом и способностью прогнозировать свое будущее менее охотно идут на риск, чем другие. Инвестор по Фишеру идеален в психологическом плане. Он способен побороть сиюминутное желание получить удовольствие и, конечно же, не преследует цели угождать другим. Такие черты характера прямо противоположны психическому складу экстраверта. Экстраверты нетерпеливы и стремятся производить приятное впечатление на общество, к которому они принадлежат. Однако, после 1930-х Фишер не стал развивать свои идеи. Остальная часть его книги посвящена традиционным экономическим вопросам.

Единственным экономистом, едва заметно пошедшим по стопам Фишера, был Джон Мейнард Кейнс (John Maynard Keynes). Отец Кейнса, который тоже был экономистом, отвергал саму идею, что психология может предложить что-либо экономистам. Тем не менее, в 1936 году Кейнс выдвинул восемь причин, побуждающих людей откладывать деньги. Одной из них являлась возможность играть на бирже для увеличения своего состояния. Кейнс резко критиковал Уолл-Стрит, сравнивая фондовый рынок с казино. говорил о биржевой игре как о "прогнозировании психологии рынка", но не углублялся в изучение инвесторов. Развитие это исследование не получило.

И Фишер, и Кейнс работали над сознательными психологическими мотивациями. В одной из последних работ,

посвященной изучению мотиваций, влияющих на частных инвесторов (Nagy, 1998), говорится, что проведенные исследования не позволяют дать адекватную оценку мотивациям поведения инвесторов. Нэги установил, что 40% частных инвесторов называли свои "ощущения о компании" одной из трех основных причин, побуждающих их инвестировать в акции этой компании. Нэги был удивлен тем, что большинство инвесторов придают меньшее значение подавляющей части экономических факторов. По данным проведенного Нэги опроса, только 11% инвесторов заявили, что на них оказывает влияние предшествовавшая принятию решения динамика цен. Финансовая пресса и рекомендации брокеров оказывали еще меньшее влияние на принятие инвестиционных решений. Есть некоторые свидетельства в подтверждение того, что те типы ощущений, на которые ссылается Нэги, не всегда бывают рациональными или осознанными.

В некоторых работах стремление делать деньги связывается с экстремально иррациональными аспектами поведения человека — фетишами, навязчивыми неврозами, дефекацией, неудовлетворенностью во время кормления грудью и сведением счетов с богом. Мы увидим, что внешние факторы по-разному влияют на участников рынка.

Особенностью моего подхода стали интервью с аналитиками, брокерами и трейдерами. Я расспрашивал о причинах, приведших их в Сити, их подходах к инвестиционным решениям, и выяснял степень влияния факторов, оказывающих давление на процесс принятия решений. Вполне понятно, что на основе этих интервью, аналогичных тем, что я провел с психологами (Cohen, 1977), окончательных выводов делать не следует. Разные люди по-разному реагируют на ситуации, провоцирующие страх и алчность. Кан и Кулер (1993) в процессе изучения стрессовых факторов, возникающих во время биржевых операций, взяли интервью у 26 дилеров и обнаружили огромные расхождения в оценках этих факторов респондентами. К сожалению, они не спрашивали этих людей ни о том, что привело их в этот бизнес, ни о причинах, побуждавших их оставаться в нем. Еще более очевиден тот факт, что не все в одинаковой мере поддаются давлению со стороны членов своего круга или стадному инстинкту. Некоторым противно приспособляться или ощущать себя частью

Глава 2.

толпы. А другим нравится чувство защищенности, вызываемое принадлежностью к какой-либо группе. Эти различия имеют значение.

Эта книга не является научным исследованием, но так уж случилось, что я опросил в общей сложности 33 брокера, трейдера и аналитика, что чуть больше, чем сделали Кан и Купер. Среди опрошенных я выявил следующие группы:

- брокеры по убеждению;
- игроки на движении рынка;
- брокеры по семейной традиции;
- хранители капитала;
- истинные спекулянты — группа людей, часто предпочитающих соблюдать некоторую анонимность. Сити предназначено для инвестиций, а не какое-то казино.

Брокеры по убеждению, такие как Майкл Барнард, владеющий собственной компанией, и Чарльз Кларк из West LB Рампшге, увлеклись финансовым бизнесом еще в юности. Для них интересна сама реальная игра с инвестициями. Они помнят свои первые сделки. Элегантный блондин Майкл Барнард управляет своей собственной брокерской фирмой в Эссексе. "Мой отец был трудолюбивым фотографом и у него было несколько акций", рассказывал мне Майкл. "Мне было 16 и я уже выходил из возраста, когда собирают марки. Акции казались мне более взрослым хобби". Барнард до сих пор помнит свою первую покупку акций паевого инвестиционного фонда на 20 фунгов. "Когда они выросли на 4 фунта, я был на седьмом небе от счастья. Я пристрастился к этому занятию, как другие к лошадиным бегам". Но он предпочел акции, "потому что букмекеры подтасовывают шансы в свою пользу". У истории Барнарда есть одна знаменитая параллель. Уоррену Баффетту (Warren Buffett), единственному человеку, сделавшему миллиарды исключительно на инвестициях в акции, было 11 лет, когда он впервые купил акций для своей сестры. Этот энтузиазм контрастирует с идеями Джима Слейтера (Jim Slater), выдвинутыми им в книге *The Zulu Principle* ("Принцип зулусов") (1994). Слейтер уже 25 лет считается одним из выдающихся гуру в области инвестиций. По его словам, делать

деньги легко, немного скучно, да и конечный результат особого удовлетворения не приносит. А для Барнарда полное погружение в мир акций просто чистое удовольствие

Барнард и Баффетт никогда бы не согласились с пренебрежительным отзывом Слейтера о процессе получения прибыли как о скучном занятии. Другие признают, что притягательность биржевых сделок зацепила их навсегда. Вышедший на пенсию глава одного крупного брокерского дома сказал мне: "Я очень много играю для себя лично". Ронни, ушедший на пенсию с должности брокера, сообщил мне, что до сих пор играет на бирже, потому что ему нравится это возбуждение.

Брокеры по семейной традиции. Это вторая группа дилеров и брокеров, попавших в этот бизнес без особых усилий через семейные связи. Дэвид Мэйхью из фирмы Cazenove рассказал мне, что пришел на биржу, потому что так хотел его отец, сам работавший брокером в Ливерпуле. Мэйхью хотел стать фермером. Хью Пристли окончил Оксфордский университет и работал в газете *The Times Business News*. Это занятие казалось ему скучным и его отец сообщил ему, что в одной известной ему компании есть вакансия. На выбор Яна Фрэнсиса из West LB Rannure тоже повлиял отец, работавший инженером. Он сказал сыну, что у того хорошая голова, и он должен делать деньги. А Сити для этого самое подходящее место.

Приход в биржевой бизнес через семейные связи не приводит к какому-либо определенному стилю трейдинга, однако, мне кажется интересным, что Пристли, на которого оказал влияние его отец, относит себя к категории игроков на движении рынка.

Игроки на движении рынка уделяют гораздо больше внимания движениям рынка, чем поиску акций со скрытым потенциалом, определить который могут только они. И брокеры по убеждению, и игроки на движении рынка подчеркивают желание получить прибыль. Они сильно контрастируют с такими брокерами, как Пол О'Доннелл, и брокером из Ливерпуля, пожелавшим сохранить инкогнито.

Хранители капитала. Эти люди придают особое значение сохранению капитала и стараются избегать риска. О'Доннелл рассказал мне, что заработал гораздо больше денег для инвесторов,

Глава 2.

движимых страхом, чем для тех, кто руководствовался алчностью.

Ни один из опрошенных не считал себя просто биржевым спекулянтом. Однако, вовсе не факт, что мы знаем все о нашем отношении к деньгам и инвестированию. Деньги вызывают сложные чувства, поскольку имеют множество значений — духовных, символических, личных. О некоторых из этих значений мы даже не подозреваем и я это покажу.

Некоторые историки утверждали, что протестантство с его упором на человеческую личность помогло создать капитализм. Если вы богаты, то являетесь одним из избранных божьих и после смерти попадаете в рай. Хорошая мотивация! Даже для атеистов, которые и не помышляют быть причисленными к избранным божьим, деньги означают власть, положение в обществе и безопасность. Если вы можете позволить себе летать первым классом, вы в состоянии купить более хорошее отношение к себе. В вышедшем недавно на экраны фильме *A Civil Action* ("Гражданский иск") главный герой, которого играет Джон Траволта, приезжает со своими сослуживцами в Нью-Йорк на переговоры с богатой фирмой. Они останавливаются в шикарном номере в отеле "Плаза", потому что не могут допустить, чтобы у их партнеров по переговорам зародились хотя бы малейшие сомнения относительно их состоятельности. С точки зрения психолога, в этом сценарии не будет большой натяжкой следующее построение цепочки умозаключений: "я имею лучшее обслуживание", "я заслуживаю лучшего обслуживания", "я лучше других". "я один из избранных".

Деньги вызывают массу психологических осложнений. В статье, напечатанной в 1975 году в журнале *New York*, говорилось об установленной связи между сексуальной потенцией работников Уолл-Стрит и состоянием индекса Dow Jones. При росте индекса отмечалось снижение потенции. Приблизительно через 25 лет аналогичное явление было отмечено в Лондоне. В апреле 1999 года группа исследователей сообщила, что руководящие работники Сити, зарабатывающие более 80 тысяч фунтов, чаще жалуются на сексуальные проблемы, а 90% заявили, что секс им наскучил.

Но ни одно из этих открытий не удивило бы Фрейда. Он утверждал, что страсть некоторых людей к наживе или накоплению

денег управляется самыми примитивными инстинктами, уходящими корнями в детство. Еще одной значительной фигурой, пытавшейся разобраться в психологии прибыли, был американец Дэвид Макклелланд, чья работа *The Achieving Society* ("Общество достижений") (McClelland, 1952) стала классической в 1950-х годах. Несмотря на различия в подходах, и Фрейд, и Макклелланд указывали на важность подсознательной мотивации и детских переживаний.

В большом количестве проведенных психиатрических исследований бедность связывается с депрессией и даже шизофренией. Психологию и психиатрию всегда больше интересовали неудачи, чем успехи, а также отклонения, а не нормальное поведение. Однако, меня здесь больше интересует отношение к деньгам нормальных и успешных людей. Исследований поведения нормальных людей в обращении с деньгами поразительно мало. Один центр в Эксетере специализируется на изучении вопросов, связанных с отношением людей к налогообложению. Лондонская школа бизнеса изучает психологию дилеров. Тем не менее, Фернхэм и Аргайл (Furnham and Argyle, 1998) в своей обширной работе признаются, что их поразило отсутствие исследований в этой области. Отсутствует даже базовая информация, как например, влияют ли на отношение британцев к деньгам их социальное положение и уровень образования.

Но несмотря на то, что исследования в этой области немногочисленны, большая часть этих работ подтверждает напуганность от рационального экономического человека и важность подсознания.

Историк из Гарвардского университета Джон Форрестер (John Forrester, 1998) отмечает, что не случайно первыми денежными инструментами были золото и серебро. Но оба этих металла были культовыми и обожествлялись задолго до того, как из них стали чеканить монеты, и они стали средствами обмена. Форрестер даже приравнивает фетишизацию золота и серебра к культу фаллоса. "У золота, как и у пениса, длинный, безупречный и достойный почитания послужной список служения мерилom ценности", пишет Форрестер. (Не потому ли мы говорим "тратить пенис"?).

Глава 2.

Один экономист усматривал связь между деньгами и фетишами. Джон Мейнард Кейнс написал, что любовь к деньгам является "одним из тех наполовину преступных, наполовину патологических свойств характера, в которые мы с трепетом посвящаем специалистов по психическим расстройствам". Кейнс также отметил, что в качестве средства сбережения деньги "бесплодны". Все остальные средства накопления капитала – золото, драгоценности, земля, соль – "приносят некоторый процент на капитал или прибыль. Так почему же мы, не являясь пациентами психиатрической больницы, предпочитаем использовать деньги в качестве средства накопления богатства?"

Американский журнал *Psychology Today* (Rubinstein, 1981) провел один из самых масштабных опросов на тему денег и проанализировал ответы 20 тысяч читателей. Читателям был задан вопрос, испытывали ли они за последний год какие-либо сильные чувства, связанные с деньгами. 67% ответивших мужчин и 75% женщин сообщили, что деньги вызвали у них чувство тревоги. 46% мужчин и 54% женщин связывали с деньгами испытывавшиеся ими депрессии. Четверть мужчин и треть женщин испытывали чувство страха. Приблизительно столько же респондентов испытывали чувство вины и паники. Очень немногие испытали чувство радости в этом контексте.

Те читатели *Psychology Today* не были бедными. Только 23% респондентов сообщили, что у них были проблемы нехватки денег. Таким образом, негативные эмоции в целом не были результатом бедности. Результаты опроса, проведенного журналом *Psychology Today*, а также опросов, проведенных Нэги, подчеркивают необходимость учитывать важное значение эмоций при изучении отношений людей к деньгам и инвестированию.

Психоанализ и деньги

Зигмунд Фрейд является наиболее значительной фигурой в попытках понять психологию наживы. И не потому, что его увлекали финансы, а потому, что он постоянно находил этот блок, тему или проблему в историях болезни некоторых своих пациентов. У одной из пациенток Фрейда в начале его карьеры, баронессы фон Либен был "истерический психоз на почве необходимости

выплачивать старые долги", накопившиеся за 33 года, поскольку почтенная баронесса всегда отказывалась их возвращать. Интересно также, что в немецком языке слово "*Schuld*" означает и долг, и вину. Но невежественной ее не назовешь, поскольку баронессе также всегда удавалось избежать долговой тюрьмы. Фрейду понадобилось три года, чтобы вылечить ее. Фрейд изложил свои концепции о деньгах в работах *The Interpretation of Dreams* ("Толкование сновидений") (1900) и *The Psychopathology of Everyday Life* ("Психопатология обыденной жизни") (1905).

После Первой мировой войны Германия страдала от наиболее ужасной инфляции наших времен. Многие из психоаналитиков первого поколения были критиками существовавшего общественного строя и политическими реформаторами. Вильгельм Райх (Wilhelm Reich), бывший какое-то время любимым учеником Фрейда, вступил в коммунистическую партию и выделялся среди других тем, что его книги жгли и Гитлер, и американское правительство. Райх утверждал, что капитализм сам по себе является одной из форм массового невроза. О психологических расстройствах, которые могут вызвать деньги, писали в своих работах Альфред Адлер (Alfred Adler), Шандор Ференци (Sandor Ferenczi) и Карл Абрахам (Karl Abraham).

В 1960-х годах Эрик Фромм (Erich Fromm) написал культовую книгу *To Have or To Be* ("Иметь или быть"), в которой противопоставил незрелую личность, измеряющую свою ценность деньгами и имуществом, более развитым личностям, не считавшим, что их ценность для общества зависит от того, сколько денег лежит у них в банке. Один из учеников Райха, Эрнест Берглер (Ernest Bergler), выделил различные типы личности из, как он выразился, "огромной армии денежных невротиков" (Bergler, 1958).

Поразительно, но я не смог найти ни одного уважаемого психоаналитика, давшего однозначно положительную оценку мотивации накопления денег. Американский психиатр Блэнтон (Blanton) в работе *Hidden faces of money* (1957) надеялся научить своих читателей ценить деньги, но подвергся жестокой критике со стороны своих коллег. "Его идеи это полнейшая деградация психоанализа" (Bornemann, 1976).

Критические суждения Фрейда о деньгах и его теория психосексуального развития

Четкое понимание взглядов Фрейда приходит после ознакомления с тем, что он написал о легенде о царе Мидасе. Мидас получил возможность загадать желание и загадал, чтобы все, до чего он дотронется, превращалось в золото. Мидас, как утверждал Фрейд, страдал ярко выраженным комплексом стяжательства. В жизни алчного царя произошел трагический поворот. Он обнаружил, что нельзя было трогать ни свою жену, ни детей, поскольку они тоже превратились в золото. Одержимость деньгами привела к полной изоляции.

Но в своих аналитических работах Фрейд критиковал не только легенды. Он язвительно отзывался о Карле Юнге (Carl Jung), долгое время считавшимся его последователем, из-за того, что Юнга слишком интересовали деньги. Фрейд считал Юнга типичным швейцарцем, охваченным страстью наживы, (а Юнг считал Фрейда типичным евреем, погрязшим в сексе). Фрейд поддразнивал и предостерегал Юнга, женившегося на очень богатой женщине и чувствовавшего себя финансово обеспеченным, от "комплекса стяжательства" (McLynn, 1996).

Приблизительно в 1909 году Юнг пожаловался Фрейду, что не может позволить себе взять на работу подающего надежды молодого человека, потому что это будет стоить ему слишком дорого. Молодой человек был распределен на работу ассистентом в больницу под Монтрё. Он был горько разочарован, поскольку мечтал учиться у Юнга. На это Фрейд заявил Юнгу, что тот позволил комплексу стяжательства одержать верх, и раз ему хотелось, то и следовало взять на работу того молодого человека, так как Юнг вполне финансово обеспечен.

Возможно, Юнг ничего не знал о судьбе, постигшей дядюшку Фрейда, Джозефа, и несколько лет защищался от нападков. Он объяснял Фрейду, что всегда уделял внимание деньгам, так как они в какой-то мере компенсировали его второстепенное положение в сравнении с Фрейдом. Безусловно, лукавый ответ, но, похоже, весьма льстивший Фрейду.

Фрейд отмечал, что процесс приобретения денег является по своей сути агрессивным действием, поскольку богатые имеют власть над бедными. Фрейд был знаком с Марксом, жаловавшимся, что деньги обращают преданность в неверность, любовь в ненависть, а добродетель в зло. Но несмотря на восхищение Марксом, Фрейд говорил, что коммунизм делает невозможным удовлетворение психологических потребностей. В работе *The Future of an Illusion* (1929) ("Будущее одной иллюзии") Фрейд высмеял идеи возможности отказа от денег или развития общества до такого уровня, когда не будет частной собственности. "Я в состоянии видеть, что психологические предпосылки, на которых базируется эта система, являются несостоятельными иллюзиями".

Фрейд был уверен в несостоятельности этой иллюзии отчасти потому, что реакции на деньги и собственность происходят от самых первых ощущений ребенка — сосания материнской груди и дефекации. (Финансовым аналитикам это может показаться ненормальным, а, возможно, и омерзительным. Если у вас возникает именно такая реакция, напомню, что венские врачи угрожали Фрейду сообщить в полицию о его шокирующих идеях. Однако, те врачи не оставили заметного следа в культурном слое XX века).

Фрейд разработал сложную и влиятельную теорию психосексуального развития. Он выдвинул гипотезу, что с момента рождения и до начала латентного периода, который начинается приблизительно в возрасте семи лет, ребенок проходит оральную, анальную и генитальную стадии развития. Каждая из этих фаз получила название от отверстия, доставляющего ребенку наибольшее удовольствие на соответствующей стадии развития.

Самое первое удовольствие ребенок получает от сосания материнской груди. Он или она хватаются за грудь. Грудь обеспечивает им еду, комфорт и наслаждение. Сосать грудь изумительно. Некоторые дети фиксируются на этой оральной стадии, однако, годовалые дети обычно начинают двигаться дальше в своем развитии. Они уже не так сосредоточены на ощущениях, которые дает им рот, грудь или бутылочка, и начинают переключаться на экскрецию. Общество способствует усилению этого процесса, поскольку твердит нам, что детей необходимо приучать к туалету, считая это чуть ли не самой первой их обязанностью. Фрейд

Глава 2.

утверждал, что моча и дерьмо являются самыми первыми продуктами, производимыми ребенком.

Фрейд обратил внимание, что некоторых детей приучить к туалету труднее, чем других, и это может быть следствием биологических различий. Дети, испытывающие трудности в обучении управлению своими кишками, придают огромное значение расставанию с продуктами желудочно-кишечной деятельности. Они засиживаются на горшке. В возрасте 3-4 лет они часто все еще пачкают постель. Экскременты имеют для них особую привлекательность. Некоторые играют со своими экскрементами, размазывая их по игрушкам и мебели. Их экскременты это они сами. Фрейд утверждает, что у таких детей более высокий уровень анального эротизма.

Родители и няни часто гnevаются, допекают и грозят своим подопечным. Хорошие дети – чистые. Плохие дети – грязные. Часто дети долго противятся стараниям родителей. Я вспоминаю один случай, когда мой старший сын в возрасте четырех лет отправился погостить у наших друзей. Их сын, которому было четыре с половиной года, все еще спал с подгузником. Его родителей это смущало, поскольку они считали это его недостатком, но они передпробовали все средства. Мой сын Николас, увидев, как на его приятеля надевают подгузник, посмеялся над ним. Став объектом насмешек, друг Николаса избавился от своей проблемы раз и навсегда. Подгузники ему больше не понадобились.

К шести годам большинство пачкающих постель детей осознают, что с ними что-то не так. Некоторые начинают испытывать к себе отвращение. Фрейд утверждал, что неспособность контролировать свои естественные отправления вызвала у таких детей страх. Они начинали испытывать чувство стыда и страха от своей неопрятности.

Сублимация и формирование реакции являются ключевыми концепциями психоанализа. Эти грязные дети компенсировали свою запачканность, фиксируясь на чистоплотности. А наилучший способ оставаться чистым – не производить грязь. Если они не будут какать, они не могут быть грязными. Фрейд утверждал, что в результате такой фиксации анальной стадии у этих детей развивался анально-

удерживающий тип личности. Они начинали страдать запорами и просто не могли "расстаться" с дерьмом. У некоторых вырабатывались навязчивые ритуалы, например, постоянное мытье рук, поскольку они ощущали их сильную запачканность. Они все время моют, потому что первоначальную грязь отмыть невозможно.

Все это, возможно, кажется вам довольно удаленным от жизни Сити или Уолл-Стрит? (Я уж не буду комментировать тот факт, что знаменитая реклама бренда Allied Dunbar была сделана в туалете компании). А в сущности Фрейд нашел свидетельства связи денег с дерьмом в совершенно неожиданных источниках. Его потрясли антропология и рифмы в сказках, Библии и других мифах. Он отметил удивительную тенденцию приравнивания денег к экскрементам. В Библии золото называется экскрементами дьявола. У некоторых культур раковины, используемые вместо денег, называются "испражнениями моря".

Но наиболее вескими свидетельствами в распоряжении психоаналитиков являются жаргон и обычный язык. Фрейд обратил внимание, что чиновников Федерального банка Германии называли "Ducatscheisser", что в буквальном смысле означало "испражняющиеся дукатами". Эти идеи были поддержаны Борнеманном (Bornemann, 1976). В своем словаре *Sex in Volksmund* ("Секс в народной мудрости") он изложил сотни примеров немецких и английских выражений, подтверждающих связь между деньгами и дефекацией. В немецком языке задний проход именуется золотым прииском, а туалет называется хранилищем золота, банком или даже биржей. На немецком жаргоне туалетная бумага именуется ценными бумагами, казначейским векселем или счетом-фактурой. Заняться большим бизнесом означает пойти в туалет. В XIX веке новичков на Лондонской бирже называли "shit breeches" – "засранцами в коротких штанишках". "Синепуговичники" был более приличным термином для их обозначения. Может быть, потому что новичок расстегивал синие пуговички, чтобы избавиться от коротких штанишек. Составитель *Dictionary of Slang* ("Словарь сленга") Эрик Партридж (Eric Partridge, 1984) отмечал, что во времена королевы Виктории люди, чистившие туалеты, назывались "золотоискателями".

Борнеманн утверждает, что и в некоторых практически нормальных и приличных выражениях просматриваются

Глава 2.

подсознательные связи. В немецком языке, если вы испытываете финансовые затруднения, вас назовут запором, то есть ваши кредиторы не получили удовлетворения. В современном английском языке скверного человека на жаргоне называют "сжатой задницей", а если кризис денежной наличности неожиданно и чудесным образом разрешается, вы опять становитесь ликвидным, т.е. "жидким". Борнеманн утверждает, что богатые валяются в золоте точно так же, как дети в грязи.

Наблюдения за детьми и пациентами в больницах подтверждают это. Венгерский психоаналитик Шандор Ференци (1930) высказал предположение, что между экскрементами и деньгами прослеживается четкая линия связи в процессе развития личности. Он аргументирует это тем, что младенцы часто играют со своими экскрементами в горшке. Дети, начинающие ходить, любят играть с мусором или грязью. В детском саду их учат, что играть с грязью или в грязи нельзя, поэтому они начинают играть с доступным заменителем грязи – песком. Многие детские психологи утверждают, что игра с песком детей постарше является сублимацией игры с экскрементами. Ференци доказывал, что следующей, более высокой стадией игры после песка является игра с галькой и камнями. В первобытном обществе камни часто использовались в качестве мерила ценности. Таким образом, Ференци строит наглядную лестницу: от экскрементов к грязи, затем к песку, а от него к камням. А играющий с камешками ребенок становится взрослым, играющим с монетами. В этом есть почти сюрреалистическая, но, тем не менее, поэтическая логика.

В общих чертах эта психоаналитическая теория проста. Детям с высоким уровнем анального эротизма труднее приучаться к туалету. Они противодействуют своей детской любви к грязи и дерьму, становясь анально-удерживающими личностями. Позднее такой тип анальной фиксации трансформируется из накопления экскрементов в накопление денег. Если раньше им было трудно и тягостно испражняться, то теперь им точно так же трудно и мучительно тратить деньги. Оба процесса подразумевают расставание. (Я теперь жду от банковско-строительной организации рекламной кампании, основанной на использовании накопительно-запорной связи)

Взрослые пациенты Фрейда рассказывали ему о снах и случаях, подтверждавших такую связь, по крайней мере, к удовлетворению Фрейда. В книге *The Interpretation of Dreams* ("Толкование сновидений") (1900) Фрейд цитирует пациентку, которой приснилось, что она нашла зарытый клад внутри маленького деревенского сарайчика, очень напоминавшего туалет. Та же самая женщина рассказала Фрейду о сне, в котором она вытирала попу своей маленькой дочке.

В работе *The Psychopathology of Everyday Life* ("Психопатология обывденной жизни") (1905) Фрейд приводит несколько случаев, когда амбивалентные к терапии пациенты тем или иным образом умудрялись не платить психоаналитикам за их услуги. Хуже всего были женщины. Проведя час на кушетке, они могли встать и сделать вид, что не взяли с собой кошелек. Но это было не просто подлостью, а патологией психики. Эти женщины могли весь сеанс обсуждать интимные подробности своей сексуальной жизни. В их понимании, это уже было довольно дурным поведением, но еще и платить за эту привилегию – это было уже слишком. Некоторые говорили, что этим они оказывают психоаналитику услуги проститутки. Но проституткам платят за секс. А тут их просили платить за то, что они рассказывали грязные вещи.

Проводя еще одну связь между деньгами и сексом, Фрейд описывает один случай, когда старик только что женился на молодой девушке. Когда новобрачные подъехали к отелю, где собирались провести медовый месяц, новоиспеченный муж, обнаружил, что потерял бумажник с деньгами. Раз у него нет денег, то и спальни не будет, а если у них не будет спальни, новобрачному нет никакой необходимости рисковать, выясняя, в состоянии ли он удовлетворить свою сексапильную молодую жену. У этой истории печальный конец. Старик телеграфировал в Вену с просьбой выслать ему деньги. Отель позволил им остаться, но у старика не было эрекции. Однако, весь пережитый стресс позволил ему найти оправдание. У него бы все получилось, будь у него бумажник в кармане с самого начала.

Долг сыграл интересную роль в одном из наиболее известных случаев Фрейда – случае с Вольф Маном (1979). Вольф Ман страдал от повторяющихся галлюцинаций, что крысы грызут его анальное отверстие. Фрейд выяснил, что у отца Вольф Мана, бывшего в ту

Глава 2.

пору унтер-офицером, в результате проигрыша появился карточный долг. Друг отца одолжил ему деньги для покрытия долга. Позже отец стал обеспеченным, женившись на богатой женщине, и пытался найти того друга, чтобы вернуть долг. Вольф Ман не знал, удалось ли его отцу найти своего благодетеля. Этот вопрос очень беспокоил Вольфа Мана, когда тот сам задолжал некоему лейтенанту.

В решающий момент Вольф Ман рассказал Фрейду о сне, в котором он видел дочь Фрейда, и у той вместо глаз были две лепешки навоза. Этот сон, по мнению Фрейда, и отражал ключевой вопрос, волновавший Вольфа Мана. Следует ли ему сохранять верность женщине, которую он любит, несмотря на ее бедность, или надо жениться на деньгах, как сделал его отец?

У психоаналитиков часто появляются слишком прямые подтверждения существования связи деньги-экскременты. Бориаманн описывает ряд пациентов, громко пукавших во время сеанса, заставляя психоаналитика таким образом расплачиваться своим носом за их лечение.

Шандор Ференци описывает одного пациента с заикленностью на монетах, которые он время от времени проглатывал. Затем он извлекал их из своих испражнений, начищал до блеска и заявлял, что лучший способ навести на монету глянец — это пропустить ее через желудок и кишечник. Ференци также отмечает, что узнал от своих пациентов о чрезвычайной "экономичности" многих богатых людей в вопросе смены нижнего белья".

Ученик Фрейда Карл Абрахам описывает одного пациента, отец которого был богатым человеком (Abraham, 1979). Папа тренировал своих детей не ходить в туалет, пока есть силы терпеть, чтобы организм мог выжать из съеденного все до последнего грамма. Еда стоит денег. Так что, ваша обязанность получить от ваших инвестиций как можно больше.

Фернхэм и Аргайл сетуют, что по ряду психоаналитических теорий не были проведены эксперименты, и поэтому трудно сказать, представляют ли они какую-либо научную ценность.

Оральный тип личности и грудной возраст

Психоаналитические идеи о том, что побуждает людей делать деньги, были исследованы меньше, но по этому вопросу у Фрейда тоже есть теория. У младенца, получающего достаточно молока во время кормления грудью, закладываются основы для уравновешенной жизни. Однако, на основе рассказов пациентов Фрейд сделал вывод, что многие из них не получали достаточного удовлетворения от кормления грудью, и это преследовало их всю дальнейшую жизнь. Им все время хотелось компенсировать то, что они не получили в младенчестве. И одним из способов компенсировать свой всепоглощающий голод было пожирание и захват всего, что попадало им в руки или в рот. Таким образом, миллионеры становились богатыми в отчаянной попытке преодолеть оральную неудовлетворенность. Однако, это была проигранная битва. Они могли сделать миллионы, но ничто не могло возместить им неудовлетворенность во время кормления грудью.

В 1950-х годах эти идеи получили развитие и значительную популярность. Берглер (1958) описывает несколько психологических типов отношения к деньгам. С точки зрения фондового рынка, наиболее интересны игроки, страдающие от оральной фрустрации и компенсирующие ее ощущением, что у них не должно быть неудач.

Конечно, ключевым здесь является вопрос, а есть ли во всех этих часто экзотических идеях психоаналитиков хотя бы частица истины. Ферихэм и Аргайл жаловались, что ряд психоаналитических теорий не были проверены экспериментально, и поэтому трудно сказать, представляют ли они какую-либо научную ценность. Однако, я считаю, что есть два сорта подтверждающих свидетельств:

1. эмпирические проверки теорий Фрейда, такие как работы Кляйна (Kline, (1972, 1993);
2. анализ рекомендаций продавать и покупать.

В статье, опубликованной в журнале *Financial Analysts Journal*

Глава 2.

("Журнал финансового аналитика") (1998) Джеррод Уилкоккс (Jerrold Wilcox) написал следующее: "очень часто труднее принять решение о продаже акций, чем о покупке". На основе своего личного опыта он отметил, что "от инвестиционных стратегий или правил принятия решений часто труднее отказаться, чем создавать новые". Лёффлер (Löffler) пришел к аналогичным выводам.

Однако, наилучшим доказательством являются цифры. Ряд последних исследований был посвящен изучению рекомендаций брокеров покупать или продавать акции. Поражает количественная разница между рекомендациями покупать, держать и продавать. Карлетон и другие (Carleton, 1998) провели исследование степени влияния рекомендаций аналитиков и для этого взяли 4537 рекомендаций за пятилетний период. 51% этих рекомендаций были рекомендациями "покупать", чуть меньше 12% были рекомендациями "продавать" и 33% были рекомендациями "держат". Авторы сопоставили рекомендации брокеров и фирм, не оказывавших брокерские услуги. У брокеров только 2,99% рекомендаций были рекомендациями "продавать". Фирмы, не оказывающие брокерские услуги, выдавали рекомендации "продавать" чаще, но даже у них такие рекомендации составляли всего 9%.

Уилкоккс пришел к заключению, что в основе затруднений с принятием решения о продаже лежали социальные и психологические причины. Люди испытывали привязанность к купленным акциям. Если бы фирма приняла решение о продаже, это могло создать конфликт. Поскольку вы теперь знакомы с идеями Фрейда, эти цифры можно интерпретировать и по-другому. Они дают удивительное подтверждение силы анально-удерживающего типа личности. Анально-удерживающему типу личности очень трудно продать акции, избавиться от них, выбросить их. Против этого работает масса подсознательных факторов сопротивления.

В двух других эмпирических исследованиях высказывается предположение, что Фернхэм и Аргайл были сверхкритичны. Покойный Пол Кляйн (Paul Kline) не был фрейдистом, а являлся одним из выдающихся британских специалистов по психометрическому тестированию. Кляйна интересовало, есть ли связь между навязчивым поведением и анальным типом личности, и

он разработал вопросник, в котором были такие вопросы, как "Когда вы питаетесь вне дома, думаете ли вы о том, как выглядят кухни?" и "Докучает ли вам постоянный контроль за своими финансами?" (Kline, 1972). Эти вопросы имели целью выяснить степень внимания, уделяемого субъектом контролю, который, как мы увидим, является ключом к пониманию различных отношений к риску.

Кляйн также показывал испытуемым мультфильм о собаке по кличке Блэки. Блэки попадала в различные неприятные ситуации, включая процесс дефекации между конурами ее родителей. Кляйн спрашивал испытуемых о степени беспокойства, которое они испытали от этого мультфильма. Он предполагал, что субъекты, принадлежащие к анально-удерживающему типу личности будут испытывать сильное беспокойство от того, что собака делала свои дела, да еще и вблизи от своих родителей. Кляйн установил сильную корреляцию между навязчивостью, включая навязчивость в денежных вопросах, и беспокойством, вызванным дефекацией Блэки в мультфильме. Кляйн пришел к выводу, что "данное исследование подтверждает фрейдистскую гипотезу об этиологии особенностей и симптомов навязчивости". Похоже, анальный тип личности действительно существует.

Исследование Кляйна является интересным дополнением к цепочке экскременты-золото-деньги, прослеживаемой в мифах, и позволяет сделать вывод, что фрейдистские теории могут кое-что предложить психологии рынка.

Мотивация стремления к прибыли

Исследований глубокой психологии очень богатых людей на редкость мало. В 1950-х годах классикой в этой области стала книга Дэвида Макклелланда *The Achieving Society* ("Общество достижений") (McClelland, 1952). Он провел интенсивные исследования в различных группах людей с высоким мотивирующим стремлением к успеху. Как и Фрейд, он обнаружил, что корни этих устремлений уходят в детство.



На рисунке изображен мужчина, играющий в гольф. Как вы думаете, он играет в гольф, потому что:

- а) любит гольф;
- б) его жена настаивает, чтобы он практиковался;
- с) он хочет принять участие в Чемпионате любителей гольфа.

В книге "Общество достижений" Макклелланд доказывает, что у определенных индивидов очень высокая потребность в достижениях, или "nAch", как называет ее Макклелланд. Его интересовали субъекты, стремившиеся к экономическим достижениям.

Из ответов на этот вопрос такие индивиды обычно выбирают вариант "с". Им свойственны независимость, трудолюбие, уверенность в своих силах и стремление строить планы на будущее. Они осознают, что для достижения поставленных целей может потребоваться некоторое время, и готовы переносить значительные разочарования на пути к ним. Они готовы мириться с временными страданиями для достижения долгосрочной цели. Их потребность в достижении цели является продуктом воспитания, во время которого они узнали, что желания не исполняются сиюминутно. Исследования Макклелланда получили очень интересное применение при отборе на должности, связанные с финансами, поскольку они позволяют сделать вывод, что те, кто может спокойно переносить отсутствие немедленного вознаграждения, скорее всего будут наиболее успешными в долгосрочном плане.

К этой теории Макклелланд пришел с помощью истории. Он обратил внимание, что в определенные периоды истории отмечался всплеск экономических успехов. В Древней Греции такой подъем произошел чуть раньше IV века до нашей эры. В Англии энергичный экономический рост наблюдался во времена королевы Елизаветы I, а затем в середине XVIII века. Макклелланд проштудировал литературу того времени и обнаружил, что непосредственно перед началом экономического бума особое внимание в литературе уделялось таким темам, как мастерство.

Да и само время экономического бума XVIII века говорит о многом. Резкий подъем экономики произошел через 30 лет после краха Пузыря Южных морей. Очень даже вероятно, что люди таким образом отреагировали на ключевое событие века, протестуя против зла, приносимого биржевыми спекуляциями, и вдолбили своим детям необходимость трудиться по-настоящему, а не ждать немедленного вознаграждения.

В более поздних исследованиях Макклелланд обратился к изучению рассказов для детей. В конечном счете он намеревался учить детей вырабатывать в себе потребность в достижении успеха. Макклелланд говорил мне: "Мы установили, что некоторые подгруппы учат этому своих детей от рождения. По всему миру мы постоянно натыкались на небольшие сообщества, очень успешно проявлявшие себя в бизнесе. Когда мы начинали выяснять причины,

Глава 2.

то обнаруживали, что они учат этому своих детей естественным путем, а мы пытались добиться того же самого искусственным образом."

Теория потребности в достижениях прошла интенсивные проверки и доказала свою прочность. Макклелланд предсказывал, что в середине 1970-х в Великобритании наступят тяжелые времена, поскольку уровень мотивации достижения успеха в рассказах, опубликованных в 1950-х годах, был очень низким. Он предсказал экономический подъем в послевоенной Японии, потому что в детских рассказах, опубликованных после 1945 года, на первом плане были усилия по достижению цели. Оба предсказания сбылись.

Страх и алчность

Однако, Макклелланд не исследовал один из основных стимулов рынка – алчность. Алчность, конечно, изучалась, но не в применении к финансовой сфере. Психологи давно проявляли интерес к чувству голода и причинам, заставляющим животных и людей переедать, но допускать, что в основе набивания желудка и оргий по набиванию карманов лежат одни и те же причины, было не очень разумно.

По страхам список литературы тоже длинный, но здесь опять же нет работ конкретно по влиянию страха на фондовый рынок. Грэй (Gray, 1993) в своем мастерском исследовании даже не упоминает страх потерять однажды деньги. Он указывает, что первые теории страха предполагали, что страх вызывается или громким звуком, или потерей физической опоры, или неизвестными раздражителями. Грэй делает обзор обильной литературы по тревожным состояниям, а как мы увидим позже, дилеры чрезмерно страдают от тревог определенного типа. Чтобы получить хоть какое-то представление о влиянии страха на рынок, нам придется полагаться не на работы, изучавшие инвесторов, а на исследования поведения бережливых людей. Существует большая группа любителей копить деньги, стремящихся максимально уйти от риска, но как мы увидим в главе, посвященной риску, ситуация в этом вопросе очень сложная.

Все же психоаналитики высказывались по поводу алчности. Психоаналитик Джоан Ривьер (Joan Riviere, 1937), утверждала, что алчность в действительности является отчаянными поисками любви. Вещи, которые мы потребляем, "становятся для нас, если мы их получаем, подтверждением того, что мы сами являемся хорошими и, следовательно, достойными любви". Когда мы что-нибудь теряем, включая деньги, появляется ощущение, что нас ограбили и лишили части нас самих, и это делает нас заслуживающими любви. Альфред Адлер, один из первых учеников Фрейда, разработал психологическую теорию, основанную на стремлении к превосходству, и утверждал, что страдающие корыстолюбием (он употреблял этот термин) пытаются использовать деньги для доказательства собственного превосходства (Adler, 1929). Но такие обобщения не очень нам помогут. В одной из последующих глав я рассмотрю идеи психоаналитиков о мотивациях инвесторов. К счастью, в этом вопросе есть несколько большая определенность.

Психология конформизма и "шумовые" трейдеры

По конформизму и стадному инстинкту, которые занимают третье место по частоте упоминания, работ значительно больше. Создается впечатление, что многие экономисты, опирающиеся в объяснениях поведения на стадный инстинкт, подразумевают, что существует только слепое подражание, оппозиции нет, как нет и сил, тянущих стадо в противоположном направлении. В последних экономических работах было выдвинуто понятие шумового трейдера, крайне зависимого от рыночного гвалта, слухов и сплетен, которым он слепо следует. Однако, и здесь не было проведено исследований с участием в опросах так называемых шумовых трейдеров. Нам предлагают сделать вывод об их существовании на основе статистических исследований, моделирующих работу рынка. Очень напоминает исследования Беноса, которые я критиковал в предисловии к этой книге.

Многие исследования по социальной психологии действительно показывают, что люди склонны к конформизму под

Глава 2.

давлением социума. Психолог Соломон Эш (Solomon Asch) был по национальности евреем и однажды, еще будучи мальчиком, спросил своего отца, почему на Пасху дверь держат открытой для Илии. Отец ответил ему, что если внимательно смотреть даже на закрытую дверь, то увидишь, как она немного приоткроется, поскольку это невидимый Илия присоединился к нам. Молодой Эш уставился на дверь и был уверен, что видел, как она приоткрылась.

Позже, когда Эш стал психологом, он, вдохновленный своим детским опытом, провел серию экспериментов (Asch, 1952). Испытуемые сидели в темной комнате и смотрели на три стержня различной длины. Затем им показывали четвертый стержень, а они должны были сказать, равен ли он по длине стержню А, В или С. Когда вся группа была неподготовленной, разногласий не возникало. Четвертый стержень был такой же длины, как стержень А. Однако, во втором эксперименте Эш использовал "подсадных". По его заданию все "подсадные" должны были говорить, что четвертый стержень равен по длине стержню С, хотя это было не так. Эш обнаружил, что когда в группу вводился "реальный" неподготовленный субъект, его озадачивало заявление первого "подсадного" субъекта о том, что четвертый стержень равен по длине стержню С. А когда с этим соглашались и остальные, все становилось еще хуже. Реальный субъект сначала смущался, а затем соглашался с остальной группой. Он не верил своим собственным глазам. Давление группы заставляло его соглашаться с ними. Однако, Эш работал в очень искусственной обстановке, поэтому так до конца и не ясно, "соглашались" ли субъекты с группой, потому что они действительно так чувствовали, или потому что просто не хотели противоречить другим.

Но на рынке обстановка не искусственная. Социальные психологи также установили, что между отдельными личностями существуют значительные различия. Не все так восприимчивы. В ходе исследовательских работ по изучению подверженности людей внушаемости во время допроса Гаддсдсон (Gudjussон, 1995) показал, что под влиянием стресса более 60% людей очень внушаемы. Ключевыми факторами внушаемости являются низкий уровень чувства собственного достоинства, ощущение, что ситуация управляется внешними силами (внешний локус контроля) и желание угодить другим.

Исследования поведения животных, проведенные в последние 30 лет, тоже показали, что со стадным поведением не все так просто, как мы привыкли думать.

Недостаточное изучение мотиваций и целей инвесторов позволяет людям более легко заявлять, что психология рынка является вопросом алчности, страха и стадного инстинкта. Само отсутствие таких исследований уже говорит о многом. Одной из причин может быть то, что такие исследования заставили бы экономистов изучать влияние факторов, с которыми они абсолютно незнакомы, таких как детский опыт, а также иррациональные и подсознательные силы. В превосходной работе *The Psychoanalysis of Money* ("Психоанализ денег") Борнеманн (Bornemann, 1976) отводит главное место этим иррациональным силам и делает заключительный вывод, что "психоанализ денег должен привести к созданию терапевтических методов, которые излечат нас от интереса к ним".

В следующей главе я рассмотрю более приземленные факторы, влияющие на наше отношение к инвестициям — беспокойства, связанные с математикой и анализом информации.

Глава 3. Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию

Ричард Брэнсон недавно признался, что несмотря на успехи в бизнесе, ему всегда было очень трудно понять разницу между валовой и чистой прибылью. Би-би-си сняла о нем восхитительный репортаж, в котором он объясняет столь необычную для миллионера проблему. Однако, является ли проблема Брэнсона столь необычной?

В книге *Prelude to Mathematics* ("Прелюдия к математике") У. Сойер (W.W. Sawyer, 1951), профессор математики Лондонского

Глава 3.

университетского колледжа, утверждает, что многие люди боятся математики. Сойер, любивший цифры и находивший ритм в их сочетаниях, считал, что этот страх отрезал многих из нас от источника удовольствия. Для него цифры были удовольствием. Некоторым профессионалам фондового рынка нравится копаться в цифрах и делать на их основе выводы о тенденциях. Изучение финансовой статистики для них любимое воскресное занятие. Однако, многим людям мысль о том, что копание в цифрах может доставлять удовольствие, кажется странной и даже некоторым извращением. У них цифры вызывают страх.

Сойер писал в те времена, когда еще не было информационной перегрузки. В этой главе я хочу рассмотреть, как люди справляются с информацией в наши дни, и особенно с финансовой информацией. Предполагалось, что рациональный экономический человек должен быть идеальной вычислительной машиной. Однако, как показывает действительность, многие из нас испытывают трудности в работе со статистическими данными и не понимают, какие выводы можно сделать на их основе. Некоторые типы личностей начинают испытывать сильное беспокойство во время такой работы и тщательно ищут возможные ошибки. Другие уверены, что они всегда правы и спешат перейти к следующей проблеме. Книг на тему инвестирования, в которых затрагиваются эти вопросы, мало. Возможно, их авторы считают слишком неприличным выяснять у человека, имеющего деньги на покупку 500 акций компании ВТ, в состоянии ли он понять все возможные последствия этой сделки, не говоря уже о балансовом или годовом отчете компании.

Тем не менее, наше отношение к этому вопросу, способность сопоставлять цифры и анализировать статистические данные, очень важны для инвестиционных навыков и защиты своего капитала. В этой главе я также хочу рассмотреть два близко связанных вопроса – способность логически анализировать информацию и делать правильные выводы из подборки фактов и цифр, а также влияние на людей беспокойства, вызываемого отсутствием таких навыков.

По данным американских исследований, 89% инвесторов считают, что им необходим брокер. Одной из причин, по которой мы прибегаем к услугам брокеров, конечно, является то, что мы их считаем обладателями квалификации, которой у нас нет.

Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию

Профессионалы рынка, как отмечает Джим Слейтер (1997), тоже могут оказаться не такими уж квалифицированными, поскольку многие из них не имеют никакого специального образования. Вы доверите оперировать себя доктору с ученой степенью по истории или дипломом автомеханика?

Обучаться искусству делать выводы начали еще древние греки. А примерно 50 лет назад школьников английских средних школ начали учить решать силлогизмы, выдуманные еще такими умами, как Платон и Аристотель.

Всерьез о силлогизмах

Силлогизмы представляют собой необходимое для заключения логическое построение посылок. Простейший силлогизм выглядит следующим образом:

Если *A* больше *B*,

И *B* больше *C*,

A должно быть больше *C*.

A, *B* и *C* могут представлять собой что угодно – автомобили, перья, аэропланы, борцов сумо или учебники по психологии, но связь между посылками и выводом является логически необходимой. Невозможно представить мир, в котором это было бы иначе.

Вот еще один силлогизм:

Все люди смертны

Сократ – человек

Следовательно, Сократ смертен.

Вывод из первых двух утверждений следующий: поскольку Сократ человек, он должен обладать свойствами всех остальных людей.

Греки утверждали, что изучение силлогизмов и логики позволяет нам обнаруживать ошибочные умозаключения:

Все кошки смертны

Глава 3.

"Спайс Герлз" смертны

Следовательно, "Спайс Герлз" – кошки.

Это пример ошибочного умозаключения. Из первых двух утверждений, что кошки и "Спайс Герлз" смертны, нельзя делать логический вывод: "Следовательно, Спайс Герлз – кошки". Да и действительно, никакого другого вывода о "Спайс Герлз", или котках, или смертных сделать нельзя. Мы знаем, что они умрут. И это точно.

В этом примере ошибочность умозаключения очевидна, поскольку мы "знаем", что поп-звезды не кошки. Однако, психологи установили, что при менее очевидных посылах часто происходят ошибки. Спешка тоже имеет значение. Чем быстрее нужно принять решение, тем больше вероятность ошибки.

Серия экспериментов, направленных на изучение интерпретации людьми различных ситуаций, выявила следующую проблему:

Смит педантичен в работе. Ему легко даются чертежи и вычисления, а в школе он хорошо справлялся с математикой.

Джонс обладает хорошей коммуникабельностью. Он хороший оратор и знает, как добиться согласия аудитории. В школе Джонс имел хорошие оценки по классической литературе и истории.

Испытуемым давали листок с такими краткими характеристиками и говорили, что это выдержки из резюме людей, из которых 70% являются инженерами, а 30% – юристами. Если испытуемых спрашивали, кем работают Смит и Джонс, почти все отождествляли Смита с инженером, а Джонса с юристом. Когда испытуемым говорили, что 70% этих резюме принадлежат юристам, а 30% инженерам, они давали абсолютно те же самые ответы. Испытуемые игнорировали изменение степени вероятности. В конце концов, если 70% резюме принадлежат юристам, разве педантичный Смит не может быть одним из них? Однако, испытуемые все равно делали выводы на основе стереотипов – коммуникабельные юристы и любящие цифры инженеры.

Подобные исследования показывают, насколько нелогичными мы можем быть при интерпретации информации. Пиателли Палмарини (Piatelli Palmarini, 1995) в книге, посвященной

Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию

когнитивным факторам и иллюзиям. говорит, что мы должны остерегаться. по его выражению, "смертных грехов" при обработке информации: чрезмерной самоуверенности, магического мышления, слепоты в оценке вероятностей, слишком большого доверия авторитетным личностям и ретроспективным оценкам.

Беспокойства, вызываемые нашим обращением с информацией, не новы. Американский социолог Элвин Тоффлер (Alvin Toffler, 1974) предупреждал в своей классической книге *Future Shock* ("Будущий шок"), что людям придется приложить усилия, чтобы справиться с растущим объемом информации. А в 1974 году не было ни Интернета, ни факсов, ни электронной почты, ни мобильных телефонов, ни пейджеров. На фондовых биржах все еще были операционные залы, в которых брокеры и джобберы заключали сделки на словах и подтверждали их на маленьких клочках бумаги. Тоффлер предсказывал, что хорошо образованные женщины и мужчины смогут адаптироваться к новым технологиям, но для этого потребуются усилия и гибкость. Менее образованные будут отставать и страдать. Тоффлер также предсказывал, что нам будет трудно справляться с этой новой информационной средой, поскольку это потребует беспрецедентных и неестественных для биологии человека усилий, так как она не рассчитана на высокоскоростную и высокоточную обработку информации.

Мозг сравнивают с машиной для обработки информации. Он предназначен для обработки информации с самого рождения. Когда ребенок появляется на свет, две трети мозга у мальчика или девочки уже на месте. Количество нервных или мозговых клеток не увеличивается, но связи между ними развиваются. В фильмах процесс развития мозговых связей показан довольно поэтично. Маленькие отростки вытягиваются из одной клетки и соединяются с такими же отростками (специалисты называют их дендритами), тянущимися из других клеток. Эти отростки переплетаются в тысячи сочленений, соединяя практически в единую сеть кору головного мозга, которым обладает каждый из нас.

Ребенок видит, слышит, осязает, и в это время на базе его новых ощущений в процессе соединения клеток создаются первые связи. Представим этот процесс как "обмен рукопожатиями" на языке аппаратов факсимильной связи, однако, после установления связи

Глава 3.

между двумя клетками линия остается открытой. В мозге обычного взрослого человека одна клетка соединена с 10000 других мозговых клеток.

Люди никогда не смогли бы стать столь искусными охотниками и собирателями, если бы наши мозги не сделали нас также хорошими собирателями информации. Однако, пока мы эволюционировали от обезьян, темпы сбора и обработки информации, вероятно, были не слишком бурными. Конечно, нашим отдаленным предкам приходилось сталкиваться с критическими ситуациями, решать вопросы жизни и смерти, добывать пищу и воду. Мозг неандертальца всегда был готов к немедленной реакции. Рассвирепевший леопард – беги как сумасшедший. Отряд вражеского племени с копьями – собирай друзей, готовься драться. В кризисной ситуации организм неандертальца приходил в состояние повышенного возбуждения, закачивая в кровь адреналин и кислород, чтобы мозг мог работать эффективнее. Но критические ситуации, возможно, были исключениями.

До XIX века, пожалуй, единственными группами людей, работавшими примерно как современные аналитики и брокеры, были монахи, трудившиеся над средневековыми рукописями, богословы и немногочисленные группы философов и математиков. Монахи и богословы делали регулярные перерывы на молитвы, и ни от них, ни от математиков не требовалось завершить свои размышления за три минуты, оставшиеся до закрытия на ночь Осацкой фондовой биржи. Человеческий мозг за биржевым терминалом вынужден решать непривычные для него задачи с несвойственной для него скоростью.

Последние исследования генетиков показали, что наша генетическая система совпадает с генетической системой шимпанзе на 98%. В дерзком эссе на тему когнитивной эволюции человека Ричард Бирн (Richard Byrne, 1999) говорит, что дистанция между нами и приматами, возможно, не так велика, как мы это представляли в своем тщеславии. А отсюда возникает забавный вопрос: а смогла ли бы горилла преуспеть на Уолл-Стрит? Возникают и другие, менее курьезные вопросы. Если у нас такое большое генетическое сходство с приматами, может быть, нет ничего удивительного в том, что мы часто неправильно интерпретируем информацию и допускаем такие ошибки в вероятностном анализе? Последние исследования

математических способностей у наиболее одаренных и подготовленных шимпанзе показали, что некоторым из них удавалось выучить $2 + 2 = 4$. Это подтверждает пессимизм Десмонда Морриса (Desmond Morris, 1965), высказанный им в книге *The Naked Ape* ("Голая обезьяна"), где он утверждает, что мы страдаем, потому что современная цивилизация катапультировала нас в такие жизненные условия, на которые эволюция человека никогда не была рассчитана.

Анатомия внимания

При принятии умственных решений наибольшая активность отмечается в предлобной части коры головного мозга. Предлобная доля коры головного мозга расположена в передней части черепа приблизительно в трех сантиметрах за глазами. Современная техника сканирования мозга позволяет видеть, что происходит в предлобной доле коры головного мозга.

Когда субъекта просят посчитать в обратном порядке от 50 до 0, что не требует особых умственных усилий, происходит значительное изменение в притоке крови в предлобную часть коры головного мозга. По сложности эта задача не из области Эйнштейна, но требует некоторой концентрации.

Во время такого обратного отсчета приток крови в предлобную часть коры головного мозга увеличивался на 27%. Это позволяет сделать вывод, что даже такая простая числовая задача требует больших чем обычно умственных усилий. Трейдеры и инвесторы вынуждены делать расчеты, имеющие для них значение, и во многих работах, таких как работы Кана и Купера, говорится, что они испытывают стресс. Проведенные недавно исследования показали, что под воздействием стресса начинается дегенерация гиппокампа, одного из важнейших участков мозга (Sapolsky, 1996). Сапольский изучал гиппокамп в качестве структуры, контролирующей память и интегрирующей информацию, поступающую из других участков мозга. Хотя ни одно из этих психологических исследований не проводилось в дилерских залах или брокерских конторах, тем не менее, они дают основание полагать, что информация, которую приходится обрабатывать профессиональным финансистам,

оказывает давление на заложенную природой биологию мозга.

Концепция информации

Сама концепция информации является продуктом современных технологий. Сегодня мы понимаем эту идею так, как ее впервые сформулировал в 1948 году инженер-телефонист Клод Шэннон (Claude Shannon). Шэннон утверждал, что телефонные линии можно рассматривать как информационные каналы. Каждый канал имеет предельную пропускную способность, которую Шэннон измерял в битах.

Мы склонны думать, что мозг обладает неограниченными возможностями, и нет на свете такого, чему мы не могли бы научиться. Однако, результаты многочисленных экспериментов опровергают эту оптимистическую точку зрения и показывают, что люди имеют определенные пределы умственных способностей. В работе "The magical number 7 plus or minus two" ("Магическое число 7 плюс-минус два" американский психолог Джордж Миллер (George Miller, 1956) доказывает, что мы можем одновременно воспринимать только семь объектов информации. Если на экране мелькнут пять точек, люди будут знать, что их пять. Если мелькнут восемь, начнутся ошибки, и испытуемые вполне могут сказать, что их было семь, или девять, или десять. При увеличении темпа показа точек и сокращении времени на ответ ошибки возрастают. Часто люди испытывают сильное раздражение, когда узнают, что не справились с заданием, хотя оно казалось таким легким.

Изучение памяти показывает, что процесс забывания информации происходит в течение короткого периода времени. Мы забываем гораздо больше, чем помним. Мы забываем большую часть того, что усвоили. Идеально сохраняются в памяти лишь необычные явления. Тоффлер предсказывал, что люди, столкнувшись с информационной перегрузкой, станут более эмоциональными и, считая это стрессом, выработают ряд стратегий для сужения информационного поля, включая игнорирование новой информации и использование существующих стереотипов.

Есть подтвержденные фактами свидетельства, дающие

Логический блуз, или как мы учимся неавидеть информацию

основание полагать, что трейдеры поступают именно таким образом. Редактор информационного бюллетеня агентства "Рейтер" (и это подтверждено работниками других компаний, отвечающими за распространение финансовой информации) рассказал мне, что их клиенты, покупающие доступ к такой информации, используют лишь крошечную ее часть. Отдельные клиенты постоянно используют небольшое количество одних и тех же информационных ресурсов. Другими словами, клиенты ограничивают поток информации, чтобы справиться с ней. Некоторые исследования конкретизировали эти особенности. Кан и Купер (1993) провели опрос 600 дилеров. В целом на их вопросник ответили 225 человек. (26 опрошенных дилеров участвовали и в этом исследовании, и эти субъекты были изучены особенно глубоко). Самыми значительными источниками стресса были следующие:

- 73,8% респондентов боялись "неправильно оценить ситуацию на рынке";
- 70% опрошенных жаловались, что слишком большой объем работы вызывает у них стресс;
- 62% испытывали стресс от необходимости осваивать новые технологии обработки информации;
- 41% опрошенных трейдеров жаловались непосредственно на информационную перегрузку.

Все эти стрессы связаны с получением и обработкой информации.

У профессионалов рынка есть преимущество в виде современных компьютеров и компьютерных программ, помогающих им справляться с потоками информации. Когда я разговаривал с Дэвидом Мэйхью, главой фирмы Cazenove, он достал маленький карманный компьютер и сказал, что с его помощью может быть в курсе всех последних сделок с инструментами, которые он обычно отслеживает. Ему нравился постоянный доступ к информации. Как сказал Мэйхью, "Эти системы делают все более открытым и прозрачным", и он считает это положительным фактором. Мэйхью научился чувствовать себя комфортно в условиях компьютерной революции, однако, возможно, он является исключением.

Как инвесторы справляются с информационной перегрузкой

В информационном пространстве индивидуальные инвесторы часто находятся в невыгодном положении. Многие не используют компьютерное моделирование. Многие часто даже не осознают, как много они не знают. Многие брокеры и менеджеры фондов говорили мне, что они поражены нежеланием большинства индивидуальных инвесторов изучать и искать информацию. Американские фонды взаимных инвестиций сегодня понимают это, и некоторые из них стали требовать от инвесторов заполнения специальных анкет, прежде чем принять их в ряды своих клиентов.

В обзоре, посвященном системам программного обеспечения, опубликованном в апреле 1999 года в журнале *Investors Chronicle*, читателям предлагалась серия вопросов, ответы на которые могли бы помочь им подобрать наиболее подходящую информационную программу. Там были и такие вопросы:

- Считаете ли вы, что вас больше интересуют деньги, чем стратегическая сущность рынка?
- Испытываете ли вы чувство отторжения, когда несете убытки?
- Считаете ли вы себя способным точно оценивать информацию или это для вас слишком сложно?
- Считаете ли вы себя эмоциональным трейдером?

Вполне очевидно, что *Investors Chronicle*, имеющий 118 тысяч читателей, обеспокоен тем, что многие из них не в состоянии беспристрастно оценивать информацию об акциях. Многие брокеры 'винят' в этом "бычий" рынок 1995-2000 годов. Когда делать деньги относительно легко, лишь немногие понимают, как упорно надо работать для успешного инвестирования.

Одним из вопросов, не поднятым *Investors Chronicle* (полагаю, чтобы не обидеть читателей), является степень беспокойства людей относительно отсутствия навыков, необходимых для интерпретации финансовой информации. Речь идет не о проблемах с анализом вероятностей, а элементарных математических навыках.

Легический блуз, или как мы учимся ненавидеть информацию

В начале 1999 года министру образования Дэвиду Бланкетту во время интервью потребовалось целых 14 тягостных секунд, когда его попросили умножить 9 на 12. А ведь это обычная таблица умножения. Страшно подумать, сколько времени ему могло бы потребоваться, чтобы умножить 13 на 14.

Британская система образования не готовит людей к выработке финансовых решений. В 2001 году значительное число учителей не справилось с самыми простыми тестами на математическую грамотность, на проведении которых настояло правительство лейбористов. Сталкиваясь со сложной финансовой статистикой (и часто сжатой финансовой статистикой для обеспечения ее продажи), многие люди испытывают чувство неполноценности и приходят в замешательство. Исследования ситуации с грамотностью показывают, что не умеющие читать мужчины и женщины идут на всевозможные ухищрения, чтобы скрыть этот факт. Слабость в обращении с цифрами не столь позорное клеймо, но люди все равно испытывают дискомфорт от отсутствия необходимых навыков.

Наполеон с презрением говорил, что англичане – нация лавочников. Их души поглощены прибылью и бухгалтерским учетом потерь. Сегодня Наполеон был бы потрясен, что эти лавочники – Ричарды Брэнсоны не в счет – часто не могут подсчитать, сколько денег у них в наличности.

Нематематическая нация

Отнимите 1,22 от 5.

Сколько получится, если 14 умножить на 11?

По данным Агентства по развитию базовых навыков (1996), только 20% британцев смогли правильно решить 12 таких простых примеров. Агентство сетует, что в Великобритании низкий уровень математической грамотности. Если люди не справляются с простыми действиями сложения, вычитания и умножения, на что им надеяться, когда они сталкиваются с такими проблемами?

Если фонд растет на 7% в год и взимает 1,5% в качестве ежегодной платы на содержание управленческого аппарата, является ли он более выгодным объектом инвестирования по сравнению с фондом, растущим на 12% в год при тарифе в 5%?

Глава 3.

Вы купили акцию British Telecom по 447, а теперь она стоит 890. Вы купили акцию Ulster TV по 89, а теперь она стоит 196. Какая из этих бумаг является более выгодной покупкой?

Компьютерные программы способны решать подобные математические задачи. Они также могут решать комплексные задачи, рассчитывая стоимость акций в зависимости от роста прибыли компании на основе сопоставления с данными за прошедший период. Однако, когда дело касается индивидуальных инвесторов, никто не знает, сколько из них используют компьютерные программы, или насколько успешно они справляются с информацией, полученной с помощью этих программ.

Инвестор-дилетант и страх перед логикой

В научном исследовании, опубликованном Агентством по развитию базовых навыков, высказывалось предположение, что люди с хорошим образованием смогут успешно пройти простые тесты на математическую грамотность. Однако, Уэйсон (Wason) и Джонсон Лэрд (Johnson Laird), проведя исследования (1972), обнаружили, что большинство студентов не могут логически мыслить. В одном из экспериментов студентам раздали по четыре карточки, помеченные с одной стороны следующим образом:

A D 4 7.

Студенты должны были сказать, какую карту следует перевернуть, чтобы подтвердить предположение, что если на одной стороне находится гласная буква, то на другой находится четное число. 92% студентов удовлетворились тем, что перевернули только одну карту с буквой А, и были поражены, узнав, что решили задачу неправильно. И только 8% испытуемых, действительно способных рассуждать логически, сообразили, что для подтверждения гипотезы нужно также посмотреть на обратную сторону карты, на которой была цифра 7. В конце концов, там тоже могла оказаться гласная буква. Если бы там оказалась гласная буква, это опровергло бы общее правило.

Аналогичные результаты были получены американскими психологами. Возможно, еще более поразительным было открытие Голдинга (Golding, 1980), установившего, что пациенты с

Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию

определенными повреждениями мозга часто решали подобные задачи лучше студентов.

Многие из нас не так хорошо знакомы со способами решения логических уравнений, как думал Голдинг. Уэйсон и Джонсон Лэрд повторили этот эксперимент с использованием конвертов. Они показали студентам запечатанный конверт с пятипенсовой маркой и открытый конверт с четырехпенсовой маркой. (Почтовые тарифы показывают, как давно был проведен этот эксперимент). Надлежало проверить гипотезу, утверждавшую, что если конверт запечатан, на нем должна быть пятипенсовая марка. Чтобы удостовериться в этом, нужно было посмотреть на лицевую сторону запечатанного конверта, а также на обратную сторону конверта с четырехпенсовой маркой и убедиться, что он не запечатан. При таких более реалистичных объектах 92% студентов дали правильный ответ.

Компьютеры можно запрограммировать на решение подобных задач. Однако, инвестирование часто требует решений на основе комплекса математических, логических и персональных предпочтений. Возьмем следующую ситуацию. На вас неожиданно свалились 5 тысяч фунтов, и вам нужно выбрать из следующих вариантов:

- Вложить эти деньги в безопасное строительное общество, где они будут расти на 4% в год, но вам придется платить налоги. Что бы ни случилось, вы всегда сможете получить эти деньги обратно и заплатить за давно задуманный круиз по Карибскому морю.
- Вложить деньги в какую-нибудь "голубую фишку", как например, BP Атосо, чьи акции росли и растут, и по которым вы будете получать дивиденд в районе 3%. Может быть, вам удастся продать их с прибылью и заплатить за круиз, но акции могут и упасть, и в этом случае вам придется брать деньги из других накоплений.
- Вложить эти пять тысяч фунтов в акции одной из биотехнологических компаний, которые могут расти гораздо быстрее, чем "голубые фишки", но у этой компании нет прошлого и есть риск полного провала. В этом случае у вас может появиться возможность отправиться в путешествие первым классом (что было бы здорово), но можно также лишиться последнего шанса

Глава 3.

отправиться в круиз.

В подобной ситуации вам придется выбирать из комплекса математических и психологических вариантов. Психологические варианты зависят от того, какую степень риска вы считаете допустимой, а также от соотношения уровней потенциальной прибыли и риска. Возможно, я захочу поставить эти £5000 на акции Universal Biotech, которые могут вырасти в цене в четыре раза, но могут также и рухнуть на 75%. А с другой стороны я мог бы инвестировать в компанию Baltimore Technologies, одну из звезд рынка высоких технологий 1999-2000 годов, чьи акции в июне 2000 года доходили в цене до 1400 пенсов за акцию, но с тех пор снова скатились ниже 100 пенсов. Baltimore вряд ли бурно пойдет вверх, но и ниже проверенного дна на уровне 75 пенсов вряд ли упадет. Если я куплю эту бумагу по 100 пенсов, все равно есть шанс потерять 20-30 процентов, но вряд ли больше, и вполне реально представить, что Baltimore вырастет до 200 пенсов. Первый вариант может дать очень высокую прибыль, но он очень рискованный. Второй вариант тоже довольно рискованный, но с гораздо меньшей потенциальной выгодой. Выбор варианта больше зависит от индивидуальных качеств человека, чем от математики. Но для правильной оценки этих вариантов вам придется включить в расчеты также следующие параметры:

- комиссионные вашего брокера;
- разницу между ценой покупки и ценой продажи;
- налог на доход от прироста капитала, который вам придется заплатить в случае получения прибыли.

У каждого из нас свои собственные планы, мы по-разному относимся к риску и имеем различные обязательства. Вы можете рассчитать потенциальный риск сомнительных инвестиций. С помощью специальных оценочных шкал вы можете выработать некий критерий определения, что для вас значит подобный круиз (например, можно спросить людей, сколько недель им нужно отработать, чтобы заработать на такой круиз). Но общая сумма будет складываться из разных вещей. Два банана и три апельсина дают в сумме пять фруктов. Но что получится в результате сложения трех бананов и трех трез?

Этот пример типового решения предполагает, что индивидуальный инвестор хорошо информирован и научился анализировать имеющуюся информацию. Однако, в том обзоре программного обеспечения в журнале *Investors Chronicle* не было еще одного ключевого вопроса: "А насколько мотивированы индивидуальные инвесторы, чтобы стремиться к хорошей информированности?"

Информационная перегрузка и индивидуальный инвестор

Брокер Майкл Барнард, с которым я познакомился в Эссексе, в небольшой брокерской фирме, которой он владеет, негодовал более других по поводу того, что он назвал позорным невежеством мелких инвесторов. Негодование Барнарда отчасти уходит корнями в его биографию. Его отец был профессиональным фотографом, увлекавшимся игрой на фондовом рынке. Почти через 30 лет после своей первой покупки акций пассивного инвестиционного фонда на 20 фунтов, положившей начало его пристрастию, Барнард испытывает раздражение от того, что частные инвесторы могут быть такими дилетантами. Он всему учился сам. И они должны приложить не меньше усилий, если хотят заслужить право на получение прибыли.

Барнард перевел свою фирму в Эссекс, чтобы тратить меньше времени на дорогу, и это позволило ему уделять больше времени на анализ рынка акций, что, по его словам, доставляет ему удовольствие. Он также сетует, что ему приходится руководить 19 сотрудниками и общаться со многими клиентами, которые готовы болтать целую вечность. Но обычно это его не очень волнует. А вот тупость большинства мелких инвесторов, похоже, его здорово раздражает.

"Мне часто звонят люди и спрашивают, не могу ли я «купить им акции, ну те самые, которые по пелни за штуку», потому что они думают, что если акция стоит один пенс, это, должно быть, дешево". — говорил мне Барнард. — "Или они спрашивают про ВТ, и я говорю им, что каждая акция стоит 6 фунтов, а они в ответ: «Нет, это слишком дорого»".

Конечно, в зависимости от компании, 6 фунтов за акцию могут быть очень низкой, приемлемой или безумно высокой ценой.

Глава 3.

Барнарда беспокоит непонимание многими мелкими инвесторами того факта, что грошовые акции скорее являются рискованной, а не выгодной покупкой. Стоит сказать инвестору, что какую-нибудь акцию можно купить за 2 пенса, и он (или она) обычно думает, что это очень выгодная сделка, – говорил Барнард, – но эти акции часто оказываются дорогими. До недавнего времени существовали так называемые внебиржевые маклерские конторы, специализировавшиеся на грошовых акциях. Многие такие конторы покупали акции компаний гораздо дешевле одного пенса за акцию. А затем они делали прибыль, продавая эти акции по пенсу инвесторам простофилям. Владельцы этих маклерских контор знали, что по большей части эти акции ничего не стоят. Классное надувательство, к тому же это было абсолютно законно.

"Компании, записавшиеся этим здесь, были вынуждены закрыться под давлением властей, но компании, зарегистрированные за рубежом, все еще занимаются этим бизнесом в нашей стране", – рассказывал мне Барнард. Информационные бюллетени, рекомендующие грошовые акции, хорошо продаются. Барнард признает, что некоторые грошовые акции могут принести прибыль, но большинство представляют собой исключительно высокий риск. Анализ показывает, что из 100 грошовых бумаг 85 скорее всего вообще не вырастут или буквально обесценятся. Но многие клиенты, похоже, предпочитают мечтать, что их акция ценою в один пенс скоро будет стоить 10 пенсов. Доказательство, что они скоро смогут соперничать с финансовым миллионером Джорджем Соросом.

Многие начинающие инвесторы "покупают акции компаний, о которых они ничего не знают и даже не пытались узнать", – сетовал Барнард. В своей алчности они не проявляют ни малейшего здравомыслия. "Первым делом они спрашивают о моих комиссионных. Что ж, это вполне разумно, но очень немногие интересуются вопросом, какие усилия я приложу, чтобы купить им эти акции по хорошей цене". Бартон признает, что если человек пойдет напрямую, например, в Строительное общество Skipton, то заплатит меньшие комиссионные, чем ему. "Но там сделку придется совершать самому. А я оправдываю свои комиссионные, потому что сажусь за телефон и действительно пытаюсь получить для клиента наилучшую цену". Но люди или не понимают этого, или просто не

хотят задумываться об этом.

Пресса и понимание финансовой информации

От буйно расцветшей финансовой прессы частный инвестор тоже получает меньше помощи, чем можно было бы ожидать. В каждой полноформатной газете есть еженедельная рубрика "Ваши деньги" или "Личные деньги". Даже в таблоидах типа *Sun* регулярно публикуется финансовая информация. Предметом судебных разбирательств была колонка "Городские пижоны" газеты *Daily Mirror*. Однако, очень даже возможно, что простым и отнюдь не глупым читателям (которые могут быть инвесторами или стать ими в будущем) понимать финансовую отчетность не так легко, потому что это требует гораздо больших знаний.

Для элементарной проверки этой мысли я просмотрел бизнес-рубрики газет *Evening Standard* и *The Times* за 13 и 16 апреля 1999 г. Мне показалось, что следующие предложения и термины требовали дополнительных пояснений:

- "Химические компании всегда будут иметь низкие рейтинги, потому что инвесторы и аналитики не понимают цикличности товарных рынков" (предложение из сообщения о продаже группой ICI своей доли в компании Huntsman).
- "Феерическая цена предложения группы Zi тоже несколько ниже стоимости активов фонда на уровне 915 пенсов, которую совет директоров трастового фонда Electra считает истинной стоимостью активов на акцию".
- "Охотники за быстрой прибылью, изредка наведывавшиеся на рынки инструментов с фиксированной доходностью, чтобы купить облигационные выпуски Birmingham Midshires Society, вероятно, начнут их сбрасывать со следующего понедельника, что вызовет понижающее давление на цены так называемых ценных бумаг с постоянным процентом".

В газетах также встречались такие термины, как "чистая задолженность", "левереджный рост", "комплексная левереджная рекапитализация", "золотая акция", "списания гудвила", "скорректированная прибыль на акцию", "оговоренные условия по кредитам для покрытия списаний", "выпуск конвертируемых

Глава 3.

евробондов", "бессрочный субординированный долг" и "короткие позиции".

Писать о сложных финансовых вопросах нелегко, и я прекрасно понимаю, что и меня могут обвинить в использовании непонятных слов и выражений, но эти примеры показывают, что ни одна из газет даже не попыталась разъяснить эти часто узкоспециальные и сложные термины.

The Times и *Evening Standard* не продают узкоспециализированную информацию, а к подаваемой информации относятся критически. Однако, большая часть финансовой информации подается совсем иначе. Adwatch, влиятельная рекламная группа, недавно пожаловалась, что ряд уважаемых компаний используют в своих рекламных материалах вводящие в заблуждение сравнения. Например, компании сопоставляли результаты своей деятельности с результатами средненьких или самых плохих компаний своего сектора, а не лидеров. Если прибыль фонда А составляет 20%, а средний показатель прибыльности фондов этого сектора равен 15%, это будет казаться хорошим аргументом в пользу инвестирования в фонд А, пока вы вдруг не узнаете, что прибыль фондов С, D и F составила 35%.

Таким образом, мы имеем потребительскую и рыночную среду, в которой существует информационная перегрузка, недостаточная математическая грамотность, озабоченность относительно логических способностей и меньшая чем мы можем представить осведомленность о проблемах, вызываемых этими факторами. Помочь справиться с информационной перегрузкой могут обучение и подготовка, а также развитие того, что профессионалы-кадровики называют компетенцией.

Квалификация профессионалов рынка

В книге *Beyond the Zulu Principle* ("За пределами принципа зулусов") Джим Слейтер (1997), гуру в области инвестиций, цинично отзывается о квалификации профессионалов рынка. Он утверждает, что по сравнению с юристами и бухгалтерами, не говоря уже о

Логический блуз, или как мы учимся ненавидеть информацию

врачах, консультанты по инвестициям и брокеры имеют слабую профессиональную подготовку. Все свои навыки и умения они получили во время работы. Редко у кого имеется специальная брокерская подготовка. По старым снобистским традициям, существующим в Сити и на Уолл-Стрит, новые кадры отбираются просто по их пригодности к этой работе. Кан и Купер (1993) установили, что только 20% опрошенных ими дилеров имели ту или иную специальную финансовую подготовку.

В процессе интервью с брокерами и аналитиками я пришел к выводу о правильности утверждений Слейтера об их недостаточной квалификации. Чарльз Кларк из West LB Rammire был одним из самых откровенных брокеров, с которыми я встречался. "Я очень горжусь тем, что сдал экзамены с первого раза. Это удастся немногим. В прошлом семьи отправляли самых глупых сыновей служить в церковь или армию. Умные становились юристами, а середнячки шли в брокеры. Сейчас все изменилось, теоретически", сказал мне Кларк.

Чарльз Кларк хотел работать в Сити с 16 лет. Он относится к типу, который я называю брокером по убеждению. Человек, которого с юности завораживала механика акций. "Я окончил школу и поехал в Штаты. Там в Нью-Йорке я впервые ощутил вкус рынка". Его отец считал, что начинать карьеру надо с физического труда и настоял, чтобы Кларк сначала отслужил в армии. "Армия пошла мне на пользу, потому что показала мои слабые места". Отслужив действительную, Кларк получил диплом MBA (Магистр делового администрирования) и устроился на работу в фирму Rammire.

Брайс Коттрелл, ставший старшим партнером в фирме Phillips & Drew, попал в Сити из Оксфорда, потому что не мог достать денег на проведение своих исследований. У него была ученая степень по философии, политологии и экономике, и, следовательно, он имел некоторую профессиональную подготовку, необходимую в этой сфере бизнеса.

Однако, многие брокеры получили образование совсем в других областях. Хью Пристли учился в Оксфордском университете по специальности французский язык. "Я прочитал книгу Энтони Сэмпсона (Anthony Sampson) *Anatomy of Britain* ("Анатомия Британии") и четко понял, что для людей, мечтающих о власти и

Глава 3.

влиянии, одним из способов достижения своих целей является государственная служба. К счастью для меня, да и для страны тоже, на работу в министерство иностранных дел меня не взяли. Приятель сказал мне, что в газете *The Times* есть вакансии на должность обозревателя деловой жизни Сити". Ту подготовку в финансовой сфере, которая у него была, он получил именно там. "Но после двух лет работы это занятие стало казаться мне несколько скучноватым". Тут помогли некоторые связи. "Отец сказал мне, что в фирме *Hendersons*, где у него был знакомый, есть вакансии". Пришли прошел собеседование, и его приняли на работу в *Hendersons*.

Роджер Ейтс из *Invesco* изучал историю в Оксфорде. Во время учебы у него было два чрезвычайно эксцентричных преподавателя-наставника, и он тоже занялся преподаванием. Потом кто-то сказал ему, что его место в Сити. Я заметил Ейтсу, что его история напомнила мне об одном моем знакомом, который перешел на работу в Сити, но хранил диплом преподавателя в ящике стола на случай краха рынка. Ейтс рассмеялся и сказал: "Я делаю то же самое".

Другие дилеры, такие как Саймон Рубинс из *E. D. & F. Man*. изучали право. Майк Ленхофф из *Capel Cipe* изучал экономику.

По словам Дэвида Мэйхью он попал в биржевые брокеры. "потому что мой отец был брокером в Ливерпуле. а я делал то, что он мне говорил. Тогда так было принято. У меня не было никакой подготовки, и поначалу мне поручили писать котировки на доске". Он писал их мелом. "К тому же я знал, что это хорошо оплачиваемая профессия, хотя, конечно, тогда платили гораздо меньше чем сейчас".

У многих английских брокеров бухгалтерское образование, как например. у Майкла Барнарда, который получил его, чтобы войти в биржевой бизнес. Однако, хотя бухгалтеры должны уметь обращаться с цифрами, необходимые им знания отличаются от тех, которыми должны обладать брокеры. Пол О'Доннелл из *Brewin Dolphin* тоже получил квалификацию бухгалтера. Тем не менее. эта работа ему не очень нравилась, и его доводы представляют интересный взгляд на различие между бухгалтерами и профессионалами рынка акций. "Я все время копался в архивных данных. Скука. Провел несколько анализов, что оказалось более интересным занятием, но понял, что это не для меня. Конечно, это не было неожиданным озарением, но

Логический блуз, или как мы учимся некавидеть информацию

близко к этому". Он устроился аналитиком, "потому что умел читать балаисовые отчеты", и в конечном итоге начал обслуживать частных клиентов. Это, конечно, требует математической грамотности, а также многих других знаний и навыков.

У некоторых брокеров и дилеров вообще нет никакой специальной подготовки. Ронни бросил школу в 1950-х, когда ему было 15 лет, и работал курьером, получая мэнсс двух фунтов в неделю. Однажды он увидел объявление, что одной фирме в Сити требуется курьер. Фирма предлагала королевскую зарплату в целых 2 фунта и 10 шиллингов, "а также талоны на обед". Талоны на обед были дополнительным вознаграждением. Ронни сбежал со своей службы и начал проявлять способности к трейдингу. Роджер Лафлин, отработавший нефтяным трейдером 20 лет, начинал помощником своего отца, который работал на товарной бирже. Лафлин абсолютно не доверяет академическому образованию и по существу считает, что для этого рода деятельности достаточно элементарной математической грамотности.

Но ситуация для аналитиков меняется, поскольку для понимания сложных компьютерных моделей, используемых крупными компаниями, требуются высокие уровни математических познаний. Компания Nat West Global, предлагающая ежегодно порядка 30 вакансий для выпускников высших учебных заведений, получает около 3000 заявлений о приеме на работу. Большинство претендентов имеют дипломы по математике и физике. Однако, очень маловероятно, что брокеры и консультанты, общающиеся с инвесторами, обладают аналогичными знаниями. И Пол О'Доннелл, и Мэтью Опп из компании Killiks подчеркивали, что при приеме на работу смотрят на наличие амбиций у претендентов. Тем не менее, Опп в основном берет на работу тех, у кого уже есть опыт работы в этой сфере, и считает, что соответствующие навыки имеют большее значение, чем математика. У Роджера Ейтса из Invesco среди сотрудников все еще преобладают выпускники исторических факультетов, "возможно, потому что я сам занимался историей", как говорил мне он, но эта ситуация меняется. "Мы набираем все больше и больше сотрудников с дипломами математиков, и они разрабатывают у нас сложные модели для анализа динамики акций. Я лично не претендую на понимание алгебры, но очень полагаюсь на их

Глава 3.

способность разбираться в этом предмете".

Почти через 30 лет после начала применения компьютерных систем в качестве самых современных средств управления инвестициями в Сити и на Уолл-Стрит все еще полно брокеров, менеджеров инвестиционных фондов и дилеров, не имеющих, по словам Слейтера, никакой профессиональной подготовки. Я полагаю, что это не только влияет на их действия, но также сказывается на степени их беспокойства. По выводам Кана и Купера (1993), сделанным ими в работе *Stress in the Dealing Room* ("Стресс в дилинговом зале"), две из трех основных причин, вызывающих стресс (неправильная оценка рынка и необходимость справляться с новыми информационными технологиями), происходят от недостатка интеллектуальных способностей. Одним из преимуществ хорошей подготовки является то, что работники испытывают меньшее беспокойство относительно своих способностей выполнять порученную работу.

Повторный анализ прошлого

В свете этих аргументов хотелось бы несколько более детально проанализировать один из интереснейших эпизодов в истории фондового рынка. В начале книги я вкратце рассказал об удачном ходе Натана Ротшильда после битвы при Ватерлоо. У меня нет ни малейшего намерения подвергать сомнению достоинства вселяющей трепет фамилии Ротшильдов, но было бы интересно увидеть, насколько успешно справился бы с информационной перегрузкой Натан Ротшильд.

Начало династии Ротшильдов положил Майер Ротшильд. Его предки были мелкими торговцами. Весной 1764 года, отказавшись от места ученика в еврейском банковском доме Оппенгеймеров, Майер вернулся в еврейское гетто во Франкфурте. Затем он открыл дело по торговле антикварными медалями и монетами. Майер ездил по отдаленным замкам и покупал талеры, динары и другие потускневшие монеты. Некоторые он продавал, а другие оставлял для себя. Эти интересные безделушки он показывал влиятельным людям. Среди коллекционеров, пользовавшихся услугами Майера, был генерал фон Эсторф, придворный принца Вильгельма Ганауского. Принц Вильгельм являлся внуком английского короля Георга II и

племянником короля Дании. Голубее крови не бывает.

Принц Вильгельм был богат, но хотел стать еще богаче. Он поставлял наемников англичанам для поддержания порядка в британских колониях и получал компенсацию за каждого погибшего солдата. На Вильгельма произвел впечатление один из учителей его сына, Карл Будерус, который также вел бухгалтерню принца. Будерус завоевал расположение Вильгельма, предложив тому отказаться от расчетов в долях пенса и округлять платежи арендаторов и должников до целого пенни, что должно было увеличить годовой доход принца приблизительно на 120 галеров. Два галера соответствовали в то время одному английскому фунту. Годовой доход Вильгельма составлял около 60 тысяч английских фунтов. Будерус увеличил доход всего на 0,1%, но этого хватило, чтобы сделать карьеру.

Будерус и раньше проявлял интерес к монетам Майера, а став важной персоной, начал давать Майеру поручения по получению наличных денег в лондонских банках по чекам принца. В течение 19 лет после 1785 года Майер укреплял отношения с Будерусом и оказывал многочисленные мелкие услуги принцу. Так был основан дом Ротшильдов. Майер также приучал к делу пятерых сыновей.

Майер и его сыновья создали невиданную доселе международную сеть. У них были агенты, транспортные средства и стаи почтовых голубей. Все это пригодилось, когда Наполеон стал завоевывать Европу. Ротшильды могли обеспечить безопасную доставку денег. Они могли инкассировать долги от Манчестера до Вены.

В 1804 году Дания разорилась. Датский король отчаянно нуждался в деньгах, и ему повезло, что он приходился дядей принцу Вильгельму. Вильгельм не посвящал родственников в размеры своего состояния. Он был готов одолжить своему дяде миллионы, поскольку Дания была надежной гарантией, однако, Вильгельм хотел, чтобы источник кредита остался тайной. У Майера появился шанс организовать этот заем, и Ротшильды заключили свою первую крупную сделку.

У Ротшильдов была масса способов быстрого передвижения по Европе. У Майера была карета с потайным дном. Он и его сыновья

Глава 3.

использовали в переписке шифры и язык, представлявший собой смесь иврита, идиша и немецкого. Английские инвестиции назывались вяленой рыбой, старший Ротшильд проходил под именем Арнольди, а принцу Вильгельму присвоили красивую еврейскую фамилию Гольдштейн.

В 1804 году Майер отправил своего сына Натана Ротшильда на постоянное жительство в Лондон. Вскоре Натан стал известной фигурой на Лондонской бирже. Он начал оказывать услуги, которые больше никто не мог предоставить. В то время не было международной банковской и кредитной системы.

В 1811 году, когда Наполеон медленно передвигал войска для похода на Москву, англичане под предводительством герцога Веллингтона воевали против французов в Испании. Английская армия нуждалась в деньгах, но отправлять морем 800 тысяч фунтов (по сегодняшним меркам где-то £80 миллионов) было небезопасно. По просьбе английского правительства Натан разработал план. Он послал своего девятнадцатилетнего брата Джеймса в Париж. Его задачей было провезти контрабандой 800 тысяч фунтов золотом через Францию в Испанию, чтобы выплатить жалованье армии Веллингтона.

Политика была для семьи привычным делом. Джеймс распустил слух, что прибыл в Париж с целью инвестировать деньги, вывезенные контрабандой из Англии. Английское правительство хотело остановить экспорт капитала, поскольку это вызывало снижение стоимости фунта стерлинга. Министр финансов в правительстве Наполеона поверил легенде Джеймса. За ним было установлено наблюдение, но поведение молодого Ротшильда соответствовало его словам.

В Кале и Дюнкерке Джеймс встречал суда с английскими гинейями, португальскими золотыми унциями и даже французскими золотыми наполеонами. Джеймс отправлял эти деньги в Париж. Затем в дело вступала сеть агентов Ротшильдов. Использовались все средства – кареты с тайниками в полу, скачущие в ночи курьеры, тайные убежища. К югу от Парижа деньги исчезали. Французы не могли отследить все использовавшиеся маршруты. Большая часть денег достигла пункта назначения – английской армии на

Пиренсском полуострове.

К 1811 году Ротшильды были известны всему Лондону, и эта репутация международных дилеров сыграла решающую роль в удачном ходе Натана Ротшильда, разыгранном через несколько часов после завершения битвы при Ватерлоо.

В июне 1815 года судьба Европы в течение 30 часов висела на волоске. К концу дня 19 июня агент Ротшильда по имени Ротворт прыгнул в лодку в Остенде. В Фолькстоуне его встретил Натан Ротшильд, поспешивший затем назад в Лондон. Он поехал на биржу и стал продавать Консоли, пока цена не достигла солидного дна, а затем разместил гигантский ордер на покупку. Та знаменитая сделка зависела всего от двух вещей. Во-первых, Натан раньше всех получил информацию об исходе битвы при Ватерлоо. Во-вторых, он играл только по одной бумаге – Консолям.

В листинге *The Times* в 1815 году числилось 140 различных акций. К тому же, Натану не нужно было держать в поле зрения 28 экранов, чтобы следить, не обнаружил ли его стратегию какой-нибудь дилер в Сингапуре или Сиднее. Ему не нужно было рассчитывать варианты получения более значительной прибыли. например, при игре не по Консолям, а по нефтяным фьючерсам.

Память о пузыре Южных морей 1720 года удерживала людей от биржевых спекуляций, но после битвы при Ватерлоо интерес к акциям возродился. К 1826 году на бирже торговались акции почти 200 компаний. Даже в 1842 году на Лондонской бирже еще котирувалось менее 300 бумаг, 66 из которых были акциями железнодорожных компаний. Однако, по оценкам Мичи (R.C. Michie), 89% сделок совершалось с государственными ценными бумагами. В конце XIX века количество котируемых на бирже акций возросло, но даже в середине 1950-х годов на Лондонской фондовой бирже торговалось все еще чуть более 1400 бумаг.

За последние 15 лет произошли огромные изменения. Число акций британских компаний, включенных в листинг Лондонской фондовой биржи выросло с 2070 в 1994 году до 2722 в 1998 году. Рост на 25% за четыре года. Сегодня новые возможности предоставляет также Лондонская биржа альтернативных инвестиций.

Глава 3.

Таблица 1 Количество акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Год	Количество	Год	Количество
1864	136	1950	1472
1870	147	1955	1508
1880	250	1960	1570
1890	342	1970	1802
1900	376	1980	1895
1910	454	1990	2215
1920	756	1999	2854
1930	1308		
1940	1230		

Нью-йоркская фондовая биржа была создана в 1817 г. В первые десятилетия работы биржи объемы торгов обычно не превышали 6000 акций в день. И здесь тоже количество котируемых акций выросло в конце XIX века, но впечатляющий рост числа бумаг, торгуемых на Нью-йоркской фондовой бирже, произошел только после окончания Второй мировой войны.

В Таблице 1 показан рост числа котируемых на бирже бумаг. В цифрах за 1990 и 1998 годы не отражена активность одного из самых значительных новых рынков – исключительно волатильной торговой системы NASDAQ, в листинге которой к концу 1998 года числилось более 5000 акций, включая акции таких гигантов, как Microsoft. Общий годовой объем торгов, составлявший в 1900 году 157 миллионов акций, равен объему торгов в первый час сессии 17 июня 1988 г.

На Лондонской бирже происходил аналогичный огромный рост активности. В период между 1956 и 1958 годами, который аналитики называют скучным, среднее количество сделок, заключавшихся ежедневно на Лондонской фондовой бирже, составляло порядка 7000-8000. К 1970 году этот показатель вырос в среднем до 16070 сделок в день. С тех пор рост был постоянным (Табл. 2).

Но растет не только количество торгуемых акций, но и число фондовых рынков. В XIX веке в Африке существовали фондовые биржи. Каирская биржа начала работать в 1898 году. В 1887 году

Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию

открылась Южноафриканская биржа. В 1990-х годах количество бирж в Африке увеличилось вдвое и достигло 16. "Файнэншл таймс" собирается начать рассчитывать новый индекс на основе индексов мировых фондовых рынков, учитывающих результаты торгов в Лондоне, Париже, Осло, Стокгольме, Франкфурте, Юго-Восточной Азии, Японии, Южной Америке и Африке.

Таблица 2 Количество сделок на Лондонской фондовой бирже.

Год	Количество сделок в день
1975	18774
1985	22007
1990	27315
1994	38247
1997	52752

Средняя сумма сделки составляла чуть более £75000

Крах коммунизма привел к образованию фондовых рынков по другую сторону того, что было принято называть железным занавесом, а особенно успешными стали фондовые рынки Варшавы и Праги. Сегодня некоторые инвестиционные фонды специализируются именно на этих рынках.

Если бы Натан Ротшильд вдруг в конечном итоге оказался хорошо информированным дилером, знавшим в 2000 году результат, скажем, какой-нибудь войны на Ближнем Востоке, перед ним стоял бы значительно более обширный выбор потенциальных инвестиций. Ему бы пришлось принимать решение не только о покупке или продаже Консолей. При своей безграничной прозорливости ему бы пришлось взвешивать следующие альтернативы:

- покупка акций нефтяных компаний, поскольку цены на нефть взлетят вверх;
- продажа ценных бумаг британских компаний, поскольку война отрицательно скажется на торговле, за исключением оборонной промышленности;
- продажа ценных бумаг американских компаний по аналогичным причинам;
- продажа облигаций правительства США, поскольку

Глава 3.

государственный дефицит этой страны взлетит вверх из-за необходимости финансировать военные расходы Израиля;

- покупка опционов на продажу израильских акций, поскольку они могут полностью рухнуть в случае новой войны на Ближнем Востоке;
- покупка акций нефтеразведочных компаний, поскольку возникнет острая потребность в альтернативных источниках поставки нефти;
- покупка акций поставщиков альтернативных энергоносителей, поскольку они станут более выгодными по сравнению с подорожавшей нефтью;
- покупка акций таких компаний, как British Aerospace и Lockheed, выпускающих военную технику.

Натану Ротшильду пришлось бы безошибочно просчитывать гораздо большее количество переменных, иначе кто-нибудь мог запричитать, что умный Натан оказался не таким уж и умным, а его фонд мог бы получить более хорошие результаты, если бы он купил вместо британских акций смесь венгерских, корейских и турецких ценных бумаг.

Большинство брокеров, несмотря на существующие проблемы, испытывают амбивалентные чувства по отношению к возрастающему потоку информации. Чем больше знает каждый, тем сложнее повернуть очень удачную операцию, а это усиливает давление необходимости инвестировать в основном так же, как это делают другие. В результате становится труднее "идти против рынка" и занимать позицию, отличающуюся от позиций большинства участников рынка.

Поскольку рынок изменяется, это не только вопрос понимания традиционных концепций фондового рынка, но и необходимость идти в ногу с новыми явлениями.

Появление сложных финансовых инструментов

Рынок захлестывает инвесторов не только нарастающим объемом информации, но и пугающе сложными новыми видами инвестиционных возможностей. Когда историки будут писать об

экономике конца XX века, их интерес привлекают изменения в общественном статусе, индивидуальных особенностях и амбициях тех, кто вливался в ряды участников финансовых рынков, начиная с 1975 года и далее.

1970-е годы сделали финансовые рынки притягательными, как никогда ранее. Майкл Льюис (Michael Lewis, 1990) описывает, как лучшие выпускники высших учебных заведений его поколения стремились получить работу в Merrill Lynch, Salomon Brothers и Goldman Sachs. Финансы стали престижной, высокооплачиваемой сферой деятельности. Сегодня успешные выпускники высших учебных заведений, поступающие на работу в Сити, знают, что в первый год работы могут получить £30000. Если они проявят компетентность, то через три года смогут зарабатывать £50000 и больше. Фирма Goldman Sachs публично объявила, что средняя годовая зарплата ее сотрудников составляет \$126000. Когда в начале 1999 года широкую огласку получил скандал, связанный с группой молодых дилеров, называвших себя Огненными Феррари (по названию их любимого коктейля, стоившего 13 фунтов за порцию), агентства по найму сообщали, что эта известность привела к повышению интереса выпускников к сфере финансов.

Эти перемены означали, что Уолл-Стрит и Лондон были наиболее открыты риску и инновациям. До начала 1950-х пенсионные фонды вообще отказывались инвестировать в акции. Однако, к 1980-м финансы уже были наполовину влюблены в риск, творчество и новые идеи. Свидетельства в подтверждение этого в основном эпизодические и содержатся в "мемуарах" и статьях об отдельных личностях финансового рынка таких журналистов, как Льюис (1990) и Чэпмэн (Chapman, 1988).

Во второй главе мы увидели, что Лондон в XVII веке уже имел представление об опционах.

С созданием в 1851 году Чикагского фьючерсного рынка сделки с опционами стали более обычным делом. Однако, поначалу фьючерсы не являлись предметом исключительно спекулятивных операций. Они скорее предлагали способ устранения зависимости от капризов урожая. Производители продуктов питания хотели быть уверены, что смогут получить от поставщиков кукурузу, ячмень и

Глава 3.

другие зерновые по определенной цене. Если купцы Келлогги знали, что смогут купить пшеницу через три месяца по 100 долларов, они могли осмысленней планировать цены на корнфлекс.

Однако, одной из особенностей рынка после 1980 года стала творческая активность финансистов, навывдумывавших такие формы фьючерсов, в которых ранее не нуждались ни люди, ни рынки. После 1980 года такие биржи, как Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и Международная нефтяная биржа, были созданы специально для операций с новыми формами рынка.

Творческая активность происходила и по другим финансовым инструментам — облигациям, инвестиции в которые традиционно считались самыми безопасными. Облигации могут быть выпущены государством или компанией. Обычно правительство Великобритании выпускает облигации номинальной стоимостью 100 фунтов, со сроком погашения через 10 лет и ставкой, скажем, 7%. По истечении 10 лет инвестор получает назад свои 100 фунтов. Если компания, эмитировавшая облигации, начинает испытывать проблемы, ее облигации снижаются в цене, поскольку инвестор может не получить назад свои 100 фунтов. В начале 1980-х американец Майкл Миликен (Michael Miliken) изобрел высокодоходные, так называемые "мусорные" облигации, предназначенные для финансирования слияний и поглощений (по высокодоходным облигациям предлагается более высокая процентная ставка). До этого "эмитент" почти всегда был крупным и надежным, а процентная ставка — скромной. Миликен увидел, что можно выпускать долговые обязательства и по менее надежным компаниям, предлагая инвесторам значительно более высокую процентную ставку. Полученные от этих облигационных выпусков деньги можно было использовать для финансирования поглощений других компаний.

Компания собирала деньги, выпуская "мусорные" облигации с высокой процентной ставкой. Обеспечением служили активы компании, для покупки которой выпускались эти облигации. В 1980-х на Уолл-Стрит говорили, что таким образом можно взять под свой контроль крупные компании, не имея никаких денег. Для финансирования покупки компании вы используете деньги, которые эта компания заработает в будущем.

"Мусорные" облигации Миликена, по крайней мере, имели некоторую увязку со стоимостью покупаемой компании. Если новое руководство купленной фирмы продавало часть активов, сокращало персонал и привносило новую энергию, чтобы бизнес приносил прибыль, этого могло оказаться достаточно для выплаты обязательств по "мусорным" облигациям. Безусловно, рискованно. Конечно, созидательно. Иногда с криминальным налетом. Но в этом было нечто реальное. А сегодня, оглядываясь назад, понимаешь, что Миликен был довольно консервативен.

В книге *Liar's Poker* ("Покер лжецов") Майкл Льюис (1990) рассказывает, как один из его первых успехов в фирме Salomon Brothers помог созданию нового финансового инструмента. В 1986 году один из клиентов фирмы покупал облигации правительства Германии на сотни миллионов немецких марок. Льюис задумался, нельзя ли сделать "эту операцию более дерзкой". Клиенту нравился риск. Если бы они нашли способ облечь этот риск в определенную форму, клиент мог согласиться купить его.

Эту идею Льюис и его коллега воплотили в реальность, создав новую ценную бумагу. Этой бумагой стал варрант или опцион на покупку облигаций правительства Германии, который инвесторы могли как покупать, так и продавать. Льюис отмечает, что это был способ передачи риска от одного участника сделки другому. На деле инвесторы, покупавшие эти варранты, покупали риск у Salomon Brothers, делавшей рынок по этому инструменту. Salomon Brothers создала варранты и сама ничем не рисковала. Компания получала комиссионные, что бы ни случилось с рынком.

Многие инвесторы даже не задумывались о покупке или продаже риска на рынке облигаций Германии, пока продавцы из Salomon не предложили им эту идею в рамках рекламной кампании по новому варранту. Льюис описывает восторг, который он испытывал от своего изобретения. Как и другие изобретатели, он и его коллега испытывали эйфорию. За разрешением к правительству Германии они не обращались. Однако, Льюис показывает, насколько легко компании Salomon было в те времена убедить правительство Германии в респектабельности нового варранта, его способности обеспечить стабильность рынка. Правительство Германии опасалось, что новый инструмент может подхлестнуть спекуляции. Но ведь

Глава 3.

Salomon не занимается продвижением азартных игр. Ей-богу, нет. И Франкфурт клоннул на эту удочку, пишет Льюис. Конечно, это несравнимо с изобретением рулетки, но Льюис и его коллега создали новую игру для казино. Точно такую же, как инвестиционные фонды, инвестировавшие в другие инвестиционные фонды, которыми так гордилась Goldman Sachs в 1929 году.

Теоретически эти новые варранты, как и фьючерсы, вряд ли являлись особо сложными инструментами. Однако, Льюиса поразила реакция руководства компании Salomon. Льюис пишет: "Как бы невероятно это не звучало для тех, кто не знаком с этим бизнесом, но ни один из наших боссов, ни в Лондоне, ни в Нью-Йорке, толком не понимал смысла того, что мы сделали".

Точно так же, как боссы фирмы Salomon не понимали толком смысла варрантов по немецким облигациям, крах банка Barings дает основание полагать, что никто из руководителей высшего звена банка толком не понимал, что делает их бесконтрольный трейдер Ник Лисон (см. Fay, 1996). Банк не интересовался его операциями по двум причинам. Во-первых, Лисон (на бумаге) обеспечивал треть всей прибыли Barings, а это означало более высокие премии для всех сотрудников. Во-вторых, высшее руководство банка на самом деле не разбиралось в производных инструментах и даже потом не удосужилось признать, что ничего не понимало во вторичных ценных бумагах. Из-за того, что никто не задавал Лисону вопросов, поскольку они боялись попасть в ситуацию, которая выявила бы их невежество, Лисон обанкротил банк с 200-летней историей. А ведь для понимания идеи производного финансового инструмента вряд ли требуется ученая степень. Что касается Лисона, то у него никакой ученой степени не было. Он даже провалил выпускной экзамен по математике на A-level. (Двухгодичная программа предвуниверситетской подготовки в средней школе. Прим. перев.).

Поначалу Лисон делал деньги для Barings, играя на незначительной разнице в ценах одних и тех же облигаций и акций на биржах Сингапура, Токио и Осаки. К примеру, если какой-либо индекс равен сегодня 100, а через три дня, возможно, поднимется до 115, можно сделать ставку на то, что через три дня он поднимется до 108 или выше. Если к тому времени этот индекс достигнет 111, вы в прибыли. Если он остановится на 107, вы теряете деньги. Можно

хеджировать эту ставку сотнями сделок с различными ценовыми уровнями.

Лисон начал проводить сделки с фьючерсными контрактами на индекс Nikkei 225. Nikkei 225 является основным индексом Токийской фондовой биржи и рассчитывается на основе стоимости 225 акций ведущих компаний. Индекс – это не акция. Покупая контракты на Nikkei 225, Лисон делал ставку только на значение индекса, которого он достигнет на следующей неделе или в следующем году. Это почти то же самое, как делать ставку на то, что сборная Англии по крикету наберет 250 очков или больше при следующей подаче. Если спортсмены набрали 255, он выиграл. Если они набрали 240, он проиграл. Вот почему такие операции называются сделками с производными инструментами. Лисон совершал сделки на будущее значение индекса, которое было производным от стоимости акций, входивших в расчетную базу Nikkei 225.

В конечном итоге Лисон стал принимать максимально возможные риски. Обычно, если вы покупаете опцион по 3 цента, а бумага не идет в нужном вам направлении, самое большее, что вы можете потерять, это 3 цента. Но Лисон, как правило, продавал стрэддлы, то есть ставки, которые могли купить другие люди, на то, что Nikkei поднимется или выше 21000, или опустится ниже 19000. Если Nikkei оставался между 19000 и 21000, Лисон получал прибыль, поскольку индекс к моменту истечения срока действия опциона не достигал уровней покупателей. Если же индекс опускался ниже 19000 или поднимался выше 21000, Лисон был вынужден выкупать контракты на Nikkei 225, чтобы выполнить обязательства по своим позициям, по цене на момент их продажи покупателем. В случае падения Nikkei до отметки 18650, Лисон понес бы огромные убытки по каждому контракту, так как Nikkei опустился бы на 350 пунктов ниже установленной нижней цены исполнения.

Я не собираюсь повторять историю о провале Barings в контроле за Лисоном. Но меня поражает, что прокол руководства банка произошел как раз в то время, когда катастрофы с производными ценными бумагами получали некоторую публичную огласку. Например, в августе 1994 года в программе Channel 4 News был показан 15-минутный сюжет о производных ценных бумагах.

Глава 3.

Сюжет был посвящен целой серии кризисов. В марте 1991 года компания Allied Lyons потеряла £150 млн. на сделках с валютой во время войны в Персидском заливе. В 1993 году гигант немецкой промышленности концерн Metallgesellschaft AG объявил об убытках в размере 1,8 млрд. немецких марок, понесенных в результате биржевых операций с нефтяными фьючерсами, и возможной потере еще 1,5 млрд. марок. В апреле 1994 года компания Procter & Gamble сообщила, что будет вынуждена занести на баланс расходы в размере \$102 млн. (после уплаты налогов) в результате понесенных убытков на производных инструментах.

Пока подозрения относительно Лисона выплывали на поверхность, в декабре 1994 года произошло еще две катастрофы с производными бумагами. Bankers Trust New York был вынужден заплатить \$10 млн., чтобы урегулировать обвинения федеральных властей, возникшие после продажи производных ценных бумаг фирме Gibson Greetings Inc. Затем графство Орандж, являющееся одним из богатейших административных районов США, обнаружило в своем инвестиционном портфеле \$1,5 млрд. убытка. Графство играло на рынке производных ценных бумаг и, в результате было вынуждено объявить о банкротстве, воспользовавшись законом о защите от кредиторов. Как и во времена пузыря Южных морей и краха 1929 года, возникавшие где-то аналогичные проблемы игнорировались с губительной беспечностью.

Лисон скрывал некоторые потери на своем секретном счете под номером 8888. Но после землетрясения в Кобе в январе 1995 года его положение стало безнадежным. Nikkei упал ниже 18000. Barings понес убытки в размере £380 млн. Лисон попытался отыграться и потерял еще £400 млн.

Выйдя из тюрьмы, Лисон пользуется большим спросом в качестве лектора, потому что только он может объяснить в деталях свои операции – спекуляции, суть которых инвесторам до сих пор трудно понять.

В этом контексте следует коснуться одного момента, о котором мне рассказал Майкл Барнард. Он объяснил, что теперь по действующим правилам он обязан направить инвестору, желающему купить фьючерсы, информацию с конкретным перечислением

Логический блуз, или как мы учимся ненавидеть информацию

существующих рисков и предупреждением, что инвестор может потерять все. Инвестор обязан подписать декларацию и засвидетельствовать тем самым, что он (она) понимает степень риска. Только после выполнения этого правила разумного поведения брокера Барнард согласится на сделку.

Уж если так много профессионалов, похоже, не понимают сложности новых финансовых инструментов, много ли найдется индивидуальных инвесторов, достаточно компетентных, чтобы сделать заявление, которое Барнард обязан от них потребовать в соответствии с установленными правилами?

Я попытался показать, как информационная перегрузка влияет на современный рынок. Однако, утверждать, что индивидуумы одинаково реагируют на информацию и информационную перегрузку, так же наивно, как делать вывод, что рынком управляет только алчность, страх и стадный инстинкт. И инвесторам, и профессионалам следует знать о своих возможностях в этом вопросе.

Личность и восприятие информации

Мы часто слышим, как люди, описывая своих знакомых, относят их к экстравертам и интровертам. Систематическое изучение личности начали еще древние греки. Около 400 года до нашей эры Гиппократ говорил, что индивидуальные особенности человека определяются соотношением соков в его теле. Гиппократ выделил четыре типа темперамента: холерик или злая личность, у которой слишком много желтой желчи; меланхолик, имеющий слишком много черной желчи; флегматик – человек, имеющий слишком много слизи; и сангвиник или уравновешенный тип с сильной кровью. Эти идеи оказали влияние на Карла Юнга, а он в свою очередь повлиял на покойного Ганса Айзенка.

Юнг утверждал, что люди бывают либо экстравертами, либо интровертами. Но он не предложил научной методики оценки этих особенностей личности. А вот Ганс Айзенк (Hans Eysenck, 1967) разработал серию психологических тестов, широко применяемых в настоящее время. Методика Оценки Личности, разработанная Айзенком (EPI, Eysenck Personality Inventory), позволяет провести количественную оценку экстраверсивности или интроверсивности

Глава 3.

каждого из нас. Тест EPI представляет собой вопросник, заполняемый субъектом, в котором, в частности, есть такие вопросы:

- Любите ли вы ходить на вечеринки?
- Часто ли у вас бывает подавленное настроение без явной причины?
- Быстро ли вам наскучивает ... ?

Субъекты должны ответить "да" или "нет" или отметить галочкой соответствующий ответ. Типичные личностные черты экстравертов и интровертов были подтверждены довольно масштабными исследованиями.

Люди не бывают полными экстравертами или полными интровертами. Они находятся где-то в этом континууме. На одной чаше этих весов находятся экстраверты. Им быстро наскучивает однообразие, и они нуждаются в постоянной стимуляции. Экстравертам присуща социабельность, они любят вечеринки и больше интровертов склонны к риску, поскольку риск как раз и стимулирует их активность. Экстраверты также как правило более оптимистичны. А на противоположной чаше весов находятся интроверты. Они педантичны, настойчивы, дотошны и любят наводить порядок. Айзенк доказывал, что в основе различий между этими двумя противоположными личностными ориентациями находится биология. У экстравертов процесс формирования возбуждения коры головного мозга медленный, у интровертов — быстрый. Поначалу может показаться, что все должно быть наоборот. У активного экстраверга формирование возбуждения коры головного мозга должно бы проходить быстрее. Но Айзенк объясняет, что одной из функций коры головного мозга является сдерживание и контроль над более эмоциональными центрами мозга, отвечающими за поведение, поэтому возбуждение коры головного мозга позволяет контролировать спонтанное поведение.

Интроверты испытывают нервозность при совершении ошибок и более подвержены чувству стыда. Когда что-то идет не так, они склонны во всем обвинять себя и обычно стараются обеспечить, чтобы этого больше не повторилось. Такая дотошность, безусловно, полезна при анализе информации. Однако, как это ни иронично, по стилю поведения интровертов мешает им совершать торговые

Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию

операции. Они также более нетерпимы к риску. Джеффри Грей (Jeffrey Gray, 1993) установил, что интроверты более успешно действуют, когда их наказывают за совершенные ошибки, а экстраверты, когда их хвалят за достигнутые успехи.

Следовательно, в идеальном варианте хорошо организованный инвестиционный дом должен нанимать некоторое количество ярко выраженных экстравертов, способных видеть общую картину и выявлять новые инвестиционные возможности, а также интровертов, которым хватит терпения разбираться в мельчайших деталях информации, и которые, вероятно, смогут более методично анализировать риск. В крупной компании это вполне достижимо, однако, немногие индивидуальные инвесторы обладают таким идеальным балансом личностных характеристик – склонностью к риску, присущей экстраверту, и пристрастием к малейшим деталям, характерным для интроверта. Но объявлений о вакансиях в Сити с такими психологическими тонкостями мне пока не попадалось.

Последствия неизучения информации

Последствия недостаточного изучения информации могут быть весьма существенными.

Во времена моей юности произошел теперь уже забытый финансовый скамдал. После возвращения в Великобританию мой покойный отец Бенджамин Кохен работал кризис-менеджером. До этого он был юристом в Палестине и банкиром в Швейцарии. Когда ему не продлили разрешение на работу, мы переехали в Лондон.

Мой отец занялся малоинтересным бизнесом по сдаче в аренду отелям телевизоров, но также оказывал и консультационные услуги в области финансов. В начале 1960-х он помогал выйти из кризиса компании, называвшейся British and Overseas.

Однажды после спора с управляющим банка отец решил поискать новые источники финансирования, поскольку у него был заказ на установку сотен телевизоров в сети отелей, входивших в группу "Савой". Отец решил взять кредит у компании, называвшейся Pinnock Finance. Эта компания принимала депозитные вклады от населения. Известные банки предлагали по депозитным вкладам около 4%, а Pinnock давала 8% годовых. Считалось, что они знают

Глава 3.

волшебную формулу.

Через несколько дней после первой встречи с менеджерами Pinnock моего отца неожиданно попросили заняться спасением этой компании. Последующие события были уже на первых полосах газет. Учредитель Pinnock, некий мистер Райт, исчез. В день перед исчезновением он был в очень тяжелом состоянии в Лондонской клинике, одной из самых дорогих больниц города, а на следующий день его и след простыл. Не смогли найти и большую часть миллионов, вложенных людьми в Pinnock. Мистера Райта больше никто не видел.

Мой отец принял на себя управление "банком", имевшим около 100 тысяч фунтов наличными и две фабрики по выпуску швейных машинок. Pinnock задолжала вкладчикам более двух миллионов фунтов. Вскоре стало абсолютно понятно, что происходило в компании. Райт использовал новые депозиты, поступающие в Pinnock, для выплаты высоких процентов по вкладам, а также для возвращения денег по очень небольшому количеству закрывавшихся депозитов. Остальные деньги просто исчезли.

В 1974 году следственная комиссия во главе с Бэзилем Уигодером (Basil Wigoder) сделала заключение, что инвесторы ничего не видели из-за хороших процентов, которые они получали (Pinnock Report, 1975). Никто не задавал Райту здравых вопросов.

В истории финансовых афер, пузырей и грабежей Pinnock была мелкой рыбешкой. Но для тех, кто потерял свои деньги, это было большой трагедией. Я отвечал на звонки людей, плакавших из-за того, что они потеряли все свои сбережения. Отец так и не получил необходимого для вступления в управление компанией количества голосов, и Pinnock была ликвидирована. В середине 1980-х, через 12 лет после того, как он вынужден был оставить попытки спасти компанию, отцу все еще звонили вкладчики Pinnock и спрашивали о своих деньгах. Некоторые умоляли вернуть им деньги, поскольку они остро нуждались в них в тот момент.

Однако, ни один инвестор из тех, с которыми я разговаривал, не признался в том, что не испытывал желания задавать вопросы, потому что доходы казались такими хорошими. Немногие признавали себя алчными или пускались в размышления, что одной из причин,

Логический блуз, или как мы учимся игнорировать информацию

побудивших их вложить деньги в Pinposk, было то, что компания позволила им проявить алчность. И ни один человек не задавался вопросом о своем отношении к риску.

Мои личные впечатления подтвердила научная статья в журнале *British Journal of Psychiatry* ("Британский психиатрический журнал"), в которой приводились результаты изучения людей, инвестировавших свои средства в одну компанию, которая в дальнейшем обанкротилась. Многие из этих инвесторов были подавлены и раздражены. К ним домой приходили коммивояжеры, такие милые, сыпали шутками и убеждали в надежности инвестиций. Если бы эти люди задали ряд вопросов, они бы дважды подумали, прежде чем вложиться в эту компанию. "Жертвы" потеряли не только деньги. Некоторые из них были пожилыми людьми, с нетерпением ожидавшими выхода на пенсию с хорошим достатком. А теперь они не могли позволить себе многого из того, о чем мечтали. Круиз по норвежским фиордам оставался всего лишь мечтой. Некоторым приходилось снова искать работу. У многих развились симптомы, схожие с посттравматическим стрессом.

В большинстве финансовых скандалов, попавших в прессу за последние 20 лет, мелкие инвесторы соблазнялись высокими процентами, но получали лишь обанкротившуюся компанию. У них не было ни мотивации, ни убежденности в необходимости задавать важные вопросы.

Информационная перегрузка является в наши дни реальностью жизни. Никто, конечно, не надеется справиться со всей информацией, поступающей с финансовых рынков и об этих рынках. А дальше следует психологическая истина. Какую бы особую инвестиционную стратегию мы ни использовали, необходимо выработать у себя дисциплину, как это сделали Чарльз Кларк и Майкл Барнард, и сфокусироваться только на таком количестве бумаг из нескольких секторов, которое поддается управлению. Установив этот предел, мы должны изучить эти бумаги как можно глубже.

Инвестору важно понять не только свое личное отношение к риску (которое, как мы увидим, изменить бывает трудно), но и свое отношение к сбору и анализу информации. Приведенные ниже вопросы должны дать вам некоторое представление о своем уровне.

Глава 3.

Затем вы увидите, что отношение к сбору информации можно изменить, и в дальнейшем воспринимать сбор информации не как неприятную работу, мешающую в какой-то мере вашей интуиции, а как необходимую подготовку к принятию хорошего решения.

Вопросник по отношению к информации

1. Вы вложили £2500 в паевой инвестиционный фонд. Вы проверяете котировки фоида

- a. один раз в неделю?
- b. один раз в месяц?
- c. один раз в день?

2. Какое из утверждений от **a** до **d** наиболее отвечает вашему поведению? Я стараюсь читать финансовые рубрики газет ежедневно, но

- a. часто не успеваю это сделать, потому что слишком загружен на работе;
- b. для меня они слишком перенасыщены специальными терминами;
- c. меня интересует только состояние моих инвестиций;
- d. пытаюсь понять, что происходит на рынках в целом.

3. Я стараюсь заполнять декларацию о доходах

- a. в установленный срок;
- b. по крайней мере за три месяца до установленного срока;
- c. я поручаю это консультанту по налогам, потому что боюсь допустить ошибки.

4. Ваше отношение к математике в школе

- a. Я ее ненавидел;
- b. Я любил математику;
- c. Пожалуй, с математикой у меня не было связано больших планов на будущее.

Логический блюз, или как мы учимся некавидеть информацию

- 5.** Друг говорит вам, что нет смысла читать в документах примечания, напечатанные мелким шрифтом, поскольку страховые компании, банки и инвестиционные фонды никогда не говорят правду о своих тарифах и комиссиях. Вы считаете, что ваш друг
- a. дурак;
 - b. реалист;
 - c. лентяй. Поскольку, если вы попытаетесь вникнуть в детали, вероятность, что вас обдурят, уменьшится.
- 6.** Ваш друг устраивается на работу корректором
- a. Вам его жалко;
 - b. Вы понимаете, что в этой работе может принести вашему другу (подруге) удовлетворение, но такая работа вам не по душе;
 - c. Вы считаете, что она должна приносить огромное удовлетворение от осознания того, что он что-то исправил.
- 7.** Когда вы совершаете ошибки, какой из следующих ответов наиболее отвечает испытываемым вами ощущениям?
- a. Я просто спешил, ничего страшного не случилось;
 - b. Жаль, конечно, но все ошибаются;
 - c. В следующий раз буду более тщательно проверять свои расчеты;
 - d. Очень не люблю делать ошибки и очень нервничаю, когда они происходят.
- 8.** Каким образом вы стараетесь справиться с устрашающими объемами имеющейся финансовой информации?
- a. Стараюсь хотя бы раз в неделю читать одно из следующих изданий: The Economist, Investors Chronicle, Shares;
 - b. Считаю финансовую прессу скучной;
 - c. Я смотрю финансовые телеканалы.

Глава 3.

- 9.** Какой из следующих ответов я наиболее подходит вам? Меня привлекают индские фонды, потому что
- a. они, похоже, успешно работают;
 - b. у Virgin есть индексный фонд, а они знают, что делают,
 - c. легко понять, что они собой представляют.
- 10.** Если я сталкиваюсь со слишком большим объемом информации, то
- a. произвожу тщательный отбор необходимой мне информации;
 - b. игнорирую ее полностью;
 - c. выбираю ту информацию, которая, по моему мнению, может напугать на меня скуку.
- 11.** За взлетами и падениями акций высокотехнологичных компаний в 2000 и 2001 годах
- a. было слишком сложно уследить;
 - b. было очень интересно наблюдать;
 - c. наблюдать было не так интересно, как за результатами футбольных матчей.

Ответы:

- 1. a 1 b 2 c 3
- 2. a 1 b 1 c 2 d 3
- 3. a 2 b 3 c 1
- 4. a 1 b 3 c 2
- 5. a 1 b 3 c 1
- 6. a 1 b 2 c 3
- 7. a 1 b 1 c 3 d 2
- 8. a 3 b 1 c 2
- 9. a 3 b 1 c 1

Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию

10. a 3 b 1 c 2

11. a 1 b 3 c 1

Максимальная сумма баллов – 33.

- Если вы набрали от 25 до 33, вы открыты для поисков необходимой вам информации и не боитесь, что она вас раздавит.
- Если вы набрали от 18 до 25, вы умеренно открыты для информации, но это можно улучшить.
- Количество баллов меньше 18 предполагает, что вам нужно критически оценить вашу стратегию подхода к информации, и что вы, возможно, подвергаете себя двум факторам риска. Возможно, вы осуществляете инвестиции импульсивно или просто относитесь к типу личности, способной стать слишком зависимой от советов специалиста.

Для совершенствования своего отношения к информации необходимо выработать для себя порядок работы. Ежедневно читайте финансовые рубрики вашей газеты и выделите один час в неделю на ознакомление со специальным инвестиционным изданием, например, *Investors Chronicle*. Ведите дневник, записывая в него проделанную работу, иначе у вас может сложиться ложное впечатление, что вы проделали гораздо большую работу, чем на самом деле.

Если у вас есть желание изменить свое отношение к информации, то в десятой главе я подсказываю, как это сделать. В первых трех главах книги я познакомил вас с рядом психологических концепций, объясняющих поведение людей в финансовых ситуациях. Теория когнитивного диссонанса утверждает, что люди склонны избегать информации, которая может увеличить расхождение с их собственными взглядами. Теория информации утверждает, что большинство людей не очень сильны в анализе информации. Есть масса свидетельств недостаточной подготовки профессионалов рынка, и это может вызывать у них беспокойство. Теория личности утверждает, что любящие риск экстраверты часто вводят себя в заблуждение и игнорируют детали. В конце книги я попытаюсь объяснить, какой урок мы можем извлечь из всех этих недостатков, присущих исключительно человеку. Но для этого давайте сначала посмотрим, что мы можем узнать из анализа поведения аналитиков.

Глава 4. Внутри рынка: аналитики

Покойный отец моей бывшей жены, Уильям Айзек ла Тоуретт, гордился тем, что мог найти хорошие бумаги на "медвежьем" рынке. По его словам, на рынке "быков" деньги сможет сделать даже дурак. Он изучал экономику в Колумбийском университете, защитил докторскую и закончил карьеру в должности вице-президента E.F. Hutton, крупной компании на Уолл-Стрит. Его трюк заключался в поиске непривлекательной компании, производившей товары и услуги, необходимые людям и бизнесу даже в тяжелые времена. Он, например, был поклонником Xerox Corporation, еще тогда, когда фотокопирование все еще было новшеством.

До середины 2000 года большой опыт "медвежьих" рынков, помимо затяжного японского кризиса конца 1980-х и 1990-х, когда Nikkei 225 упал до 13000, и краха рынков Юго-Восточной Азии 1998 года, подрывившего фондовые рынки и валюты Таиланда, Индонезии, Тайваня и Малайзии, был лишь у небольшого числа современных профессионалов рынка.

8 января 2001 года газета *US Today* написала, что американские компании находятся в "тисках сильнейшего за последнее десятилетие кредитного кризиса". Газета мрачно сообщала, что компания Montgomery Ward, владеющая крупной сетью универсальных магазинов, начала процедуру банкротства по статье 11 (защита от кредиторов) и уволила 28000 сотрудников. Калифорнийские электрические компании предупредили, что могут обанкротиться, а компании, выпускавшие бытовую технику, как та же Xerox, вдруг обнаружили, что для обеспечения продаж своих облигаций им нужно платить огромные проценты. Ситуация в Калифорнии сказалась на Уолл-Стрит, и Dow Jones понизился на 2,3%, а NASDAQ рухнул на 6,2%. Акции банков, как, например, Bank of America, нырнули вниз на

7%. Для многих молодых аналитиков и даже аналитиков среднего возраста такая ситуация была новой и пугающей.

Роджер Ейтс, высокий, энергичный мужчина чуть старше сорока лет, один из директоров Invesco, рассказал мне следующее. "У нас при входе висит именная табличка, которой был награжден наш японский фонд", – говорил Ейтс. Если бы я вложил в него деньги в 1998 году, то потерял бы их, а это вряд ли бы заслуживало какого-либо поощрения. Во время падения японского фондового рынка в 1998 году японский фонд, принадлежавший Invesco, потерял всего 1% своей стоимости, тогда как другие японские фонды потеряли в среднем 7%. "Поэтому при действительно хорошем анализе можно получить награду даже за потерянные деньги", – заключил с улыбкой Ейтс. Пусть с иронией, но он испытывает гордость, поскольку ему нравится считать "то, что мы делаем, в некоторой степени академической наукой". и его рассказ подчеркивает его веру в ценность хороших аналитиков.

За последние 50 лет анализ рынка акций претерпел в Великобритании радикальные изменения. В 1950 году никто не назвал бы себя аналитиком фондового рынка. Даже хорошо подготовленные брокеры не проводили систематического анализа ценных бумаг. Одной из причин отсутствия анализа было то, что акции больше воспринимались в качестве некой азартной игры, а не инструмента для инвестиций, пока Джордж Губи, управлявший пенсионным фондом компании Imperial Tobacco, не решил, что это устаревший предрассудок, не имеющий никакого экономического смысла. Губи переключил свой фонд, инвестировавший главным образом в облигации, на инвестиции в акции, чем помог изменить саму природу инвестирования. В результате этих изменений политики инвестирования пенсионные фонды вышли на рынок акций. Акции стали уважаемыми как никогда. Сегодня пенсионные фонды Великобритании владеют одними из самых крупных инвестиционных портфелей.

Современные финансовые рынки выделяют для анализа огромные ресурсы. Анализируются балансовые отчеты, скрупулезно изучаются прогнозы, компьютерные программы перемалывают различные варианты будущего. Теоретики следят за значениями уровней Фибоначчи, волнами Эллиотта, публикациями в журнале

Глава 4.

Nature, в которых делаются попытки моделировать поведение фондового рынка на основе законов физики элементарных частиц. В Санта-Фе существует некая Prediction Company (Корпорация Прогнозов), управляемая аналитиками, связанными с физиками из Лос-Аламоса. В Лондоне и Нью-Йорке аналитики хвастаются своим новейшими разработками в области компьютерного моделирования. В своем тщеславии аналитики гордятся тем, что журналисты часто пользуются их подсказками.

Аналитики играют ключевую роль на фондовом рынке. Поскольку эти вопросы касаются как аналитиков, так и брокеров, вероятно, будет полезным рассмотреть весь комплекс исследований, проведенных по этому вопросу. В Америке аналитиков больше, чем в любой другой стране. Исследование, проведенное в 1998 году, сравнивало работу 4275 американских аналитиков с 476 английскими, 495 японскими, 798 французскими и 479 немецкими брокерами. 4275 американских аналитиков изучили 6018 фирм. Большинство аналитиков специализируются на одном из секторов экономики. Они используют компьютерное моделирование, добавляют к нему штрих интуиции, проверяют тренды и выдают рекомендации по акциям. По существу, аналитики тоже участвуют в бизнесе пророчеств. Что будет расти? Что будет падать? Прогнозирование является наполовину искусством, наполовину наукой, но аналитики упорно настаивают, что их работа основана на точных научных методах.

Летом 1999 года расхождения во взглядах аналитиков обнажили все проблемы прогнозирования. Разногласия нарастали. В мрачном углу находились пессимисты, считавшие, что акции слишком переоценены. А в веселом расположились оптимисты, уверенные в том, что мир изменился, и все старые методы оценки стоимости акций больше не годятся. Вечный "бычий" рынок. Они иронизировали над предсказателями, оказавшимися недостаточно сметливыми, чтобы купить акции, когда те были дешевы. Многие из них соглашались, что рынки переоценены, но одновременно высказывали парадоксальные предположения, что акции могут стать еще дороже.

В конце 2000 года, когда Dow Jones потерял за год 14%, а NASDAQ откатился со своей вершины на 57%, аналитики все еще были разделены на тех, кто доказывал, что это всего лишь короткий

перерыв в вечном восходящем тренде рынка акций, и тех, кто подобно Смитерсу и Шиллеру утверждали, что рынки опасно переоценены. Одной из причин такого расхождения взглядов было то, что прогнозирование поведения рынка оставалось эфемерным занятием. Мы можем говорить, что на динамику акций влияет большое количество факторов, но не можем полностью объяснить, что представляют собой эти экономические, психологические и политические факторы.

Все аналитики работают против неожиданного хаоса цен и давления событий. Далее я попытаюсь описать разумные, практичные методы, применяемые многими крупными компаниями для изучения динамики акций и облигаций, однако, все это немного напоминает прогнозирование вулканической деятельности. Рынки хранят свои тайны. В 1998 году лишь немногие эксперты предсказали, что случится в Юго-Восточной Азии. Считалось, что экономики "азиатских тигров" покажут остальному миру, как нужно делать деньги, а не сорвутся в кризис.

Более локальный пример тенденции, которую аналитики не смогли спрогнозировать, относится к известной компании розничной торговли Dixons. В мае 1999 года компания объявила о предстоящем выпуске в обращение акций Интернет-сервера Freeserve. За шесть месяцев с декабря 1998 года по май 1999 года акции Dixons выросли в цене вдвое из-за потенциала бумаги, связанного с Интернет. Да, хороший менеджмент. Однако, это движение, похоже, не было замечено большинством аналитиков, писавших осенью 1998 года, хотя акции Интернет-компаний были очень популярны. Затем, как только акции Freeserve начали торговаться на бирже в качестве независимого выпуска, их цена стала прыгать вверх и вниз, отчасти из-за того, что акции Интернет-компаний уже не были столь привлекательными. В 2000 году акции Freeserve поднимались в цене до 1000 пенсов, а затем снова упали до 300 пенсов, и в итоге компания была куплена французской корпорацией Wanadoo.

В наши дни аналитики утверждают, что они информированы и оснащены гораздо лучше, чем раньше. Таким образом, теоретически их прогнозы должны бы стать более точными.

Удачный ход с Cow & Gate – краткая история анализа фондового рынка

Чтобы понять развитие науки финансового анализа, я поехал в Тонбридж в графстве Кент, где встретился с Брайсом Коттреллом. До 1985 года он занимал должность старшего партнера в фирме Phillips & Drew, которая затем была куплена швейцарским банком Union de Banque Suisse. Коттрелл был одним из первых аналитиков фондового рынка в Великобритании. Сегодня Брайсу Коттреллу около 65 лет. Его легко принять за немного рассеянного провинциального джентльмена. Он живет в Тонбридже в стилизованном под старину коттедже с окнами из стекол, забранных в свинцовый переплет, обставленном темной, массивной мебелью, с прекрасной коллекцией произведений античного искусства. Около половины двенадцатого утра Коттрелл признался: "Я все еще придерживаюсь старых брокерских привычек", и предложил мне выпить.

Но создаваемое им впечатление провинциала обманчиво. Коттрелл продолжает зорко следить за происходящим в Сити, и у него прекрасная память. Он изучал философию, политологию и экономику в Оксфордском университете. Философия казалась ему скучной, поэтому Коттрелл сконцентрировался на экономике. После получения в начале 1950-х степени бакалавра Коттрелл хотел заняться научной работой. Однако, у его семьи не было денег для финансирования учебы в аспирантуре, поэтому Коттрелл был вынужден искать работу. Он пошел устраиваться в фирму Phillips & Drew. Phillips & Drew не принадлежала к компаниям старого Сити, таким как Barings или Cazenove. Поначалу она специализировалась на операциях с правительственными облигациями, наподобие тех самых Консольей, которыми занимался Ротшильд. Фирма разрослась во времена легендарного облигационного дилера по имени Перри, разработавшего в 1930-х годах способ получения небольшой дополнительной прибыли по облигациям. Первой работой Брайса Коттрелла в Phillips & Drew было создание библиотеки компании.

В начале 1950-х биржевые брокеры не страдали от информационной перегрузки. Сделки на старинной бирже заключались на основании подсказок, намеков и подмигиваний, что было традиционным английским стилем ведения бизнеса. Как

выразился Дэвид Мэйхью из Cazenove, "Масса биржевых операций совершалась на одних лишь слухах. Если вы узнавали о компании что-либо, о чем больше никто не знал, вы использовали это в свою пользу".

"Фондовый рынок действовал на подсказках, и никто не считал это аморальным", – говорил мне Коттрелл. Не существовало самого понятия инсайдерского трейдинга. (Инсайдерский трейдинг – это использование конфиденциальной информации для покупки или продажи акций, когда вы знаете что-то, чего не знают остальные. Например, если бы я был женат на директоре сети супермаркетов ASDA и узнал, что они ведут переговоры с Wal-Mart о слиянии, и купил бы за три часа до объявления о предстоящем слиянии 80 тысяч акций, меня бы обвинили в инсайдерском трейдинге. В наше время это противозаконно, но в 1950-х годах это было общепринятой практикой). "Кто-нибудь говорил тебе, что некая компания планирует то-то и то-то или делает что-нибудь, и ты покупал ее акции, а они затем шли вверх. Вот так это работало", – рассказывал мне Коттрелл. Инсайдерский трейдинг был традицией. "Не думаю, что люди сейчас стали более нравственными. Полагаю, что стандарты поведения были другим", – сказал мне Мэйхью.

Анализ в том мире занимал мало места. "Многие зарегистрированные члены Лондонской фондовой биржи жили за счет своей личной клиентуры", – продолжал Коттрелл. Эти клиенты платили брокеру фиксированный процент комиссионных. "Примечательно, что так называемая игра на опережение (*front-running*) – т.е. покупка акций заранее с последующей рекомендацией клиенту купить их, практиковалась немногими", – добавил Коттрелл. Игра на опережение побуждает брокеров анализировать перспективы акций. По словам Мэйхью, "Одним из немногих надежных источников информации была колонка Lex в *Financial Times*". В Lex ежедневно печатались материалы по перспективам различных акций, и это делается до сих пор. Каждая компания считала необходимым напечатать о себе информацию в Lex, и, по словам Мэйхью, "эта колонка оказывала огромное влияние на цену бумаги".

Но все это изменилось в 1950-х годах. "Закон о компаниях 1948 года действительно вызвал большие перемены, поскольку до этого компании не были обязаны предоставлять достоверную информацию

Глава 4.

о своем положении. Поэтому и не было смысла проводить систематический анализ", – говорил мне Коттрелл. Фирма Phillips & Drew не имела представления о научном анализе ценных бумаг, но Коттрелл попал на работу в компанию, которая, по крайней мере, не возражала против самой идеи анализа. Когда крупный клиент предложил им великолепную идею инвестировать в аналитические исследования, руководство компании ухватилось за этот шанс. Phillips & Drew оказывала брокерские услуги пенсионному фонду компании Mars. Владелец фирмы господин Марс, бойцовские качества которого полностью соответствовали его фамилии, верил в американский подход к инвестированию. Изучить историю компании, допросить с пристрастием руководство, прочесать балансовые отчеты, и только потом, если цифры покажутся хорошими, купить акции этой компании.

Марс настоял, чтобы Phillips & Drew наняла американского эксперта, профессора Джорджтаунского университета Сидни Коттла (Sidney Cottle), который должен был усовершенствовать методику анализа деятельности компаний. Когда Коттл прибыл на переговоры, он поразил руководство Phillips & Drew блестящей презентацией своего метода. Прекрасный способ показать, что учить их искусству и науке выбора акций для инвестирования ему особенно не придется.

Хороший анализ высвечивает возможности, которые другие люди не видят. Коттрелл работал с Деннисом Уивером (Dennis Weaver), ставшим впоследствии одним из основателей Общества аналитиков по инвестициям (Society of Investment Analysts). В самом начале совместной работы Коттрелл и Уивер выявили одну инвестиционную идею. "Мы обратили внимание на огромный рост поставок молока для производства молочных продуктов и решили, что у фирмы Cow & Gate (производителя молочных продуктов), должно быть, складывается неплохой год". Поэтому они купили акции Cow & Gate и рекомендовали их нескольким привилегированным клиентам.

"Больше никто не удосужился провести подобный анализ или проследить связь между производителем молока и компанией, выпускающей продукты на основе этого молока. Около четырех месяцев никто не обращал на это внимания", – рассказывал мне Коттрелл. Они не планировали эту операцию в большом секрете, как

это делается сейчас. "Сегодня скрывать идею от конкурентов можно лишь 4 минуты". Предчувствие оказалось верным. Акции Cow & Gate выросли. Клиенты были довольны. А Phillips & Drew еще больше уверовала в ценность анализа.

До 1950-х годов существовала традиция посещения компаний брокерами из Сити. Как отмечают Дэвид Кинастон (David Kynaston) и Билл Ридер (Bill Reader) в истории компании Phillips & Drew, эти визиты в основном представляли собой экспедиции продавцов. Продавцы собирали сведения о потенциальных клиентах и писали отчеты о своих визитах. В досье включались сведения о хобби высших должностных лиц компаний, которых они намеревались сделать своими клиентами. Некто Луна из Scottish Widows любил планеризм, но его не интересовали рискованные акции. А некий господин Келли из Национального коммерческого банка Шотландии жаловался, что звонившие ему продавцы занимали слишком низкие должности, соглашался, что акции кораблестроительной фирмы John Brown были неудачной сделкой, и оспаривал рейтинг, присвоенный Phillips & Drew компании Butlins.

В середине 1950-х цели таких визитов изменились. Посетители из Сити стали гораздо больше интересоваться деятельностью руководства конкретных компаний. Стоит ли покупать или рекомендовать акции определенной компании? Им требовалась инсайдерская информация. Как сказал мне Коттрелл, "Компании стали испытывать некоторую нервозность от того, что им нужно было раскрывать конфиденциальную информацию". И финансовые директора часто вообще не давали никакой информации.

"Постепенно мы обнаружили, что хорошим способом получения внутренней информации являются расспросы сотрудников не об их компании, а о конкурентах. Во время визита в такую компанию, как Tesco, ее сотрудники могли практически ничего не рассказать о своих делах, но выдать все секреты компании Sainsbury и сообщить, что на данный момент они считают ее особо опасным конкурентом". Визитеры также использовали блеф и другие хитрости. Коттрелл часто брал с собой кого-нибудь из младших аналитиков и предоставлял ему возможность задавать вопросы. От этого финансовый директор компании часто ощущал себя очень важным лицом, которому надлежало разговаривать лишь с равным по

Глава 4.

положению. "Аналитик, например, говорил, что по нашим прикидкам, прибыль компании должна составлять около 180 миллионов фунтов, а финансовый директор отвечал, что он считает это несколько оптимистичной оценкой, чем давал аналитику подсказку". А Коттрелл интересовался, хочет ли финансовый директор этим сказать, что они должны повышать рекомендации или понижать их, чтобы плохие результаты выглядели не так плохо.

Эти посещения также предоставляли аналитикам возможность знакомиться с руководством компании, что, как мы увидим далее, остается психологически важным моментом для многих из тех, кто пытается прогнозировать поведение акций. К сожалению, в архивах Phillips & Drew нет никаких записей, касающихся оценок менеджеров компаний.

"Мы изучали прошлую деятельность компании, но особенно нас интересовало, входит ли компания в развивающуюся отрасль промышленности. Аналитическая служба Economist Intelligence Unit регулярно публиковала список растущих отраслей", – продолжал Коттрелл, – "Мы считали, что легче развивать бизнес там, где идет рост. В этом случае давление на размер прибыли меньше. На снижающемся рынке собаке трудно удержаться от пожирания себе подобных".

К концу 1960-х годов аналитические подразделения заняли свое место, а в офисах биржевых брокеров появились компьютеры. Но отношение к анализу менялось очень трудно. Джос Дрю, возглавлявший в Phillips & Drew отдел по работе с частными клиентами, давал молодым бессмертный и немного циничный совет: "Если вы образованы, это может помочь. Если у вас есть мозги, это тоже может помочь. Но если вы обладаете и тем, и другим, вас не остановить". Джосу Дрю принадлежат и другие перлы: "Деревья не растут до неба", а также жемчужина, достойная привлечь внимание Лондонского управления полиции по борьбе с мошенничеством. Дрю сказал следующее: "Одна подсказка стоит миллиона часов анализа".

Сегодня никто не осмелится озвучить это мнение Дрю, но аналитики часто демонстрируют амбивалентное отношение к своим методам работы. Они часто разрываются между уверениями в научности своей работы и намеками, что немалую роль играют также

мастерство и интуиция. Тем не менее, некоторые фирмы упорно утверждали, что их аналитические исследования и последующие решения были системными, если и не совсем научными.

Одной из особенностей 1998-1999 годов была повышенная озабоченность аналитиков успехами индексных фондов. Фонды доказывали, что индекс Footsie 100 можно отслеживать с помощью компьютеров, а затем трейдеры на этой основе могут проводить биржевые операции. В ответ аналитики говорили об "активном управлении фондами". Активный управляющий фонда не будет ограничивать себя этими 100 ведущими бумагами, а станет активно искать наилучшие варианты по всему рынку. Поскольку свидетельств более успешной чем у большинства аналитиков работы фондов становится все больше, аналитики все чаще вынуждены оправдывать как свои методы работы, так и результаты этой работы.

Системный отбор акций

Роджер Ейтс рассказал мне, что в Invesco анализом акций занимаются 400 сотрудников, "и эта работа очень хорошо организована". Столь значительные интеллектуальные усилия преследуют две основные цели: отбор акций, стоящих больше, чем на данный момент считает рынок, и определение правильного момента для покупки или продажи.

Майк Ленхофф, немного утрюмый человек, возглавляющий аналитическое подразделение компании Capel Cure Sharp, специализирующейся на частных клиентах, подходит к анализу акций с такой же абсолютной серьезностью, как Смитерс. Ленхофф сказал мне следующее: "Если у людей нет 150-200 тысяч фунтов, они не смогут создать диверсифицированный портфель". Capel Cure Sharp очень четко разъясняет свою инвестиционную политику, давая понять, что если вы хотите использовать свои деньги иначе, в качестве клиента вы им, возможно, не подходите. "У нас хорошо структурированная организация. Мы придерживаемся строго регламентированного подхода к инвестиционным решениям".

Руководство Capel Cure Sharp было настолько великодушно, что я получил детальную информацию о процессе принятия инвестиционных решений. Считаю необходимым изложить эту

Глава 4.

информацию подробно, поскольку она раскрывает процесс принятия решений в этой фирме, придерживающейся строгого порядка.

"Наша фирма практикует нисходящий анализ", – рассказывал мне Ленхофф. Менеджеры клиентских счетов имеют значительную свободу действий в плане выбора времени покупки или продажи для клиентов, но они обязаны работать в рамках регламентированной политики компании. Они не могут самостоятельно принять решение о покупке, скажем, Amalgamated Onions для господина Джонса, если эта бумага не была утверждена рядом комитетов.

Каждый месяц проводятся два рабочих совещания. Одно по распределению наличных средств между различными видами активов, и второе по секторам и выработке общей стратегии. На основе решений этих совещаний каждую неделю проводится совещание по выбору акций для инвестиций.

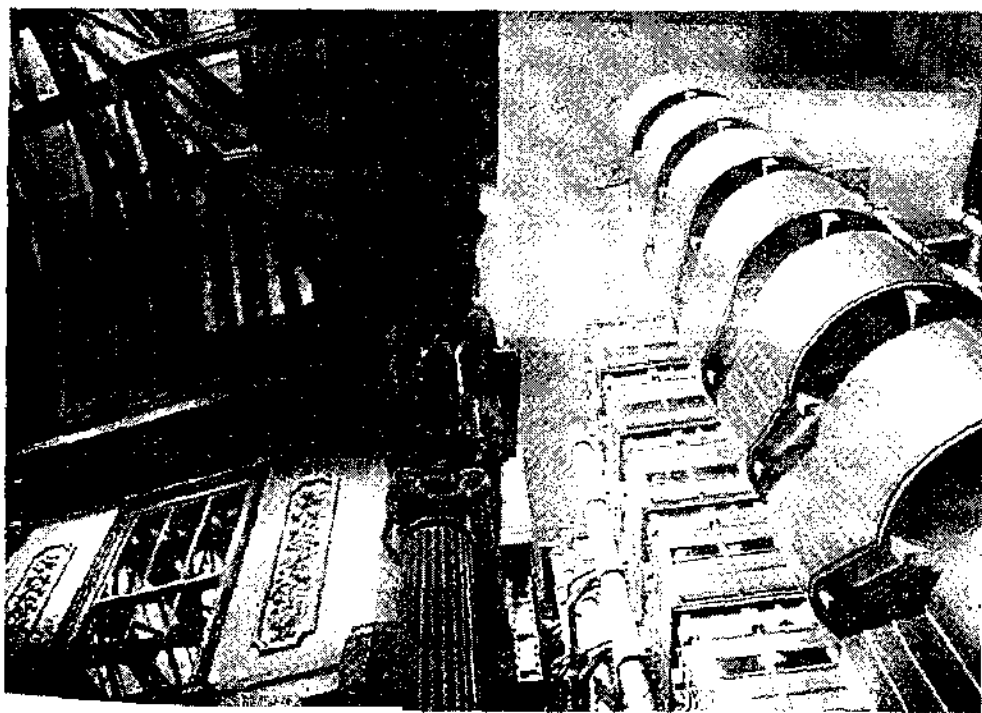
На совещании по распределению средств Ленхофф, два других аналитика и пять ведущих брокеров принимают решение по распределению средств и вырабатывают общую стратегию инвестирования капиталов, находящихся в управлении Capel Cure Sharp. Они решают, следует ли им аккумулировать больше наличности, акций, облигаций или товарных инструментов. Для этого у них есть свой собственный жаргон. Они называют это "перевесом" и "недовесом".

"Мы считаем, что рынком управляют макроэкономические силы", – продолжал Ленхофф. Поэтому его отдел готовит к совещанию по распределению средств "краткую аналитическую записку с обзором ситуации на мировых рынках".

В такой записке за апрель 1999 года содержалось 12 страниц с четко аргументированными выводами (Lenhoff and Rubinsohn, 1999). Она начиналась с язвительного вывода, что "реструктуризация повредит японской экономике в краткосрочной перспективе, поэтому есть риск, что ралли рынка акций, начавшееся в прошлом месяце, окажется такой же пустышкой, как и многие другие его предшественники". Ленхофф и соавтор записки, Саймон Рубинсон, сопоставляли ситуацию в Японии с ситуацией на остальных рынках Юго-Восточной Азии. Они доказывали, что рынки Малайзии, Кореи, Индонезии и Филиппин, вероятно, восстановят рост в следующие 12

месяцев, но скептицизм на этих рынках сохранится, поэтому акции все еще будут оставаться дешевыми. Они рекомендовали "перевес по Юго-Восточной Азии". В их прогнозе до апреля 2000 года говорилось, что индекс Nikkei понизится с 16328 (по состоянию на 31 марта 1999 г.) до 12410, а индекс Pacific Rim повысится со 192 до 217.

Затем в записке был дан анализ ключевых рынков – США, Великобритании, Европы, Японии и Тихоокеанского сектора – и содержались резко сформулированные рекомендации и предупреждения. Прогнозирование рисков является основной задачей этого совещания. В апреле 1999 года основным риском для Америки было возможное ужесточение политики процентных ставок Федеральным резервным банком. В записке содержалось следующее предупреждение: "Возможен обвал как рынка облигаций, так и рынка акций". Ключевым риском для Европы был возможный рост курса евро, падение корпоративных прибылей и "ослабление ценных бумаг". Для Великобритании основной риск представлял рост процентных ставок, что должно было привести к падению акций.



Башня Сити

По Японии отмечался менее значительный риск падения акций

Глава 4.

и более значительный риск упустить благоприятную возможность. По Японии в записке рекомендовался "недовес". Если бы Nikkei взлетел с 16000 до 20000, а затем пошел еще выше, аналитик, рекомендовавший "недовес по Японии", упустил бы возможность получить большую прибыль.

Аналитическую записку участникам совещания по распределению средств для инвестиций представляет сам Ленхофф. "И я даю рекомендации. Затем идет обсуждение, по фактические решения принимают брокеры. За это отвечают менеджеры клиентских счетов. Аналитики лишь дают рекомендации и советы". Тем не менее, Ленхофф имеет право голоса при принятии решений. У такой формы группового принятия решений интересная социальная психология. Расхождения во мнениях обычно не очень значительные. "Я могу порекомендовать изменить долю инвестиций в английские бумаги с 30% до 33%. Затем мы обсуждаем этот вопрос и приходим к консенсусу, предположим, на уровне 32%".

По словам Ленхоффа, ежемесячное совещание по выработке стратегии по секторам "предназначено для определения секторов, по которым нам следует соблюдать перевес и недовес. На нем рассматриваются вопросы влияния на рынок новых регулирующих и норм и правил, определяются области, которые могут представлять для нас интерес в результате внедрения новых технологий". И здесь тоже аналитики рекомендуют, а решают практики. А затем Ленхофф добавил (и здесь наука заканчивается, и начинается интуиция), что в фирме работает много опытных сотрудников, видевших рынки в различных настроениях.

Еженедельное совещание по выбору акций предназначено для приведения в действие всего предшествовавшего анализа. Как и у большинства крупных фирм, у Carrel Cuse Sharp есть свой список акций с рекомендациями покупать и продавать, и на этом совещании он корректируется. Они также выбирают новые бумаги для включения в этот список.

Любая методика должна на практике доказать свою полезность. Ленхофф показал мне карточку балльных оценок, разработанную им и его коллегами для выделения ключевых сведений о компании и быстрой оценки ее потенциала. Ленхофф

расхваливал карточку, утверждая, что она обеспечивает "удобочитаемый срез информации о состоянии бизнеса компании и ее перспективах на данный момент". На карточке шесть ключевых пунктов "с осмысленными оценками для анализа". Для каждого из этих пунктов установлен максимум, который может набрать прекрасно работающая компания:

финансовая мощь	2 балла
диверсификация бизнеса	2 балла
многолетние показатели	1 балл
потенциал роста прибыли/дивиденда	2 балла
сила руководства	1 балл
положение на рынке	2 балла

Имеет смысл пройтись по карточке балльных оценок более подробно.

Для оценки финансовой мощи компании используются четыре параметра. По каждому из них компания может получить максимум 0,5 балла.

Первый параметр – это структура капитала, соотношение заемных и собственных средств. Наивысшую оценку 0,5 балла получает компания, имеющая на балансе чистую наличность, т.е. соотношение заемных и собственных средств равно нулю. Если это соотношение составляет 75%, компания получит 0 баллов.

Второй параметр – поступление и расход наличности. Превышение наличных поступлений компании над платежами всегда считается хорошим знаком. Компания с хорошим потоком денежных средств, не испытывающая необходимости использовать для своего функционирования заемные средства, получает 0,5 балла. При негативном движении наличности компания получит 0 баллов.

Третий параметр – прибыль на используемый капитал. Если компания получает на капитал в £10000 прибыль в размере £200, прибыль на капитал составит 2%, так что даже при нынешних низких процентных ставках вам выгоднее вложить деньги в строительное общество, чем в эту компанию. Для расчета этого параметра Ленхофф использует традиционную формулу. Операционная прибыль делится

Глава 4.

на используемый капитал, состоящий из акционерного капитала, заимствований и резервных средств на случай дебиторской задолженности и других неприятностей.

Если компания получила £1,2 млн. прибыли, а акционерный капитал составляет £10 млн., к тому же компания взяла кредит в размере £1,5 млн. и зарезервировала £500 тысяч на непредвиденные расходы, прибыль на капитал получится следующая:

£1,2 млн. делим на £12 млн. (£10 млн. акционерный капитал + £1,5 млн. заемных средств + £500 тысяч зарезервированных средств) = 10%.

Такая прибыль попадает под категорию от приемлемой до низкой. Компании, представляющие интерес для покупки, имеют прибыль на капитал более 20%. В этом случае им присваивается высшая оценка – еще 0,5 балла.

Четвертый параметр – выплата дивидендов. Если дивиденд выплачивается дважды в год, компания получает наивысшую оценку – еще 0,5 балла.

Диверсификация бизнеса тоже может получить 2 балла, но эти оценки гораздо более субъективны. Здесь смысл в анализе положения компании в своем сегменте рынка. Чтобы набрать 2 балла, компания должна быть лидером хорошо растущего рынка. Она не должна зависеть от одного или двух крупных клиентов, которые могут пустить ее ко дну, а должна иметь хорошо развитую географически клиентскую сеть, чтобы не пострадать слишком сильно, если, например, в Уэльсе произойдет падение спроса. Например, многие текстильные компании, основным заказчиком которых является фирма Marks & Spencer, плохо диверсифицированы и, следовательно, будут иметь слабые позиции на переговорах об отпускных ценах, если в результате кризиса Marks & Spencer снизит объемы заказов.

Многолетние показатели могут быть оценены максимум в 1 балл, поскольку история в лучшем случае является лишь ориентиром, и прошлое не может гарантировать будущее. Ленхофф рекомендует брать показатели по прибыли и дивидендам за последние 5 лет. Компания получит максимальный балл только в случае непрерывного роста в течение пяти последних лет. Снижение размера дивиденда уменьшает оценку на 0,25 балла. Убыточный год тоже понижает

оценку на 0,25 балла.

Четвертый пункт – потенциал роста прибыли/дивиденда – оценивается на основе прогноза на следующие два года в сравнении со средними показателями рынка. Все аналитики ищут акции компаний, показывающие хорошие темпы роста при постоянном росте прибыли компании.

Для оценки силы руководства (пятый пункт карточки) требуется гораздо больше субъективных суждений. Придерживается ли компания принципов корпоративного управления, рекомендованных Комиссией Кэдберн? Есть ли в компании председатель совета директоров и исполнительный директор? Имеет ли компания необходимое количество внешних директоров? Ленхофф утверждает, что оценка силы руководства компании не может быть выше 1 балла по двум причинам. Во-первых, это субъективное суждение. Во-вторых, плохое руководство должно проявиться в показателях компании, поскольку плохо управляемая компания должна иметь плохие результаты.

Положение на рынке просто означает величину компании. Компания, входящая в расчетную базу индекса FT-SE 100, получает 2 балла. Компания с рыночной капитализацией менее £2 млрд. теряет 0,25 балла и получает 1,75 балла, и так далее по мере снижения рыночной капитализации. Чем меньше общая стоимость компании, тем меньшим количеством баллов оценивается ее положение на рынке. Компания с рыночной капитализацией от £500 млн. до £750 млн. получит лишь 0,50 балла. Мелкая компания, не входящая в расчетную базу индекса 250 ведущих компаний (FT-SE 250), вообще не получает никаких баллов. Хорошо быть крупной компанией.

По этой карточке оценки компания может получить максимум 10 баллов. Компании, набравшие больше 8 баллов, получают рейтинг "А", от 5 до 8 баллов – рейтинг "В", а меньше 5 баллов – рейтинг "С". Если компания соответствует рейтингу "А", по ней дается рекомендация "покупать". Рейтинг "В" соответствует рекомендации "держаться". Если у компании более низкий рейтинг, она не представляет интереса или ее акции должны продаваться. Рейтинги "D" и "E" предполагают, что акции такой компании необходимо продавать.

Глава 4.

"Помимо показателей компании мы также следим за графиками движения ее акций и скоростью движения", – рассказывал Ленхофф. – "Но для этого необходим опыт и навыки. В нашей компании работают люди с большим опытом, не раз наблюдавшие схожие условия рынка в прошлом". Еще до этой встречи Коттрелл предупреждал меня, что все инвестиционные дома "будут вешать мне лапшу на уши". Расхваливать уходящий корнями в древность опыт и потрясающую интуицию. В конце концов, настоящий бизнес аналитиков и состоит в продаже результатов анализа своим коллегам внутри фирмы или частным инвесторам.

На это Ленхофф несколько смущенно улыбнулся. Однако, помимо поддающихся оценке факторов существует такое старое и странное понятие, как чувство. Аналитик с хорошей интуицией понимает настроение рынка, чувствует его. "Это расплывчатое понятие", – говорит Ленхофф. – "Оно может возникать в результате хорошего понимания рынка, если аналитик давно занимается акциями, или от хорошего объема информации". Оно расплывчатое, смутное и связано с психологией, но оно действительно имеет значение. Это одна из странностей фондового рынка, где люди все измеряют в цифрах, а единственным фактором, который они пока не умеют измерять, является настроение. Я нашел три работы, в которых были предприняты попытки исследовать вопрос, как мы измеряем настроения. Одна из этих работ посвящена Индексу "бычьих" настроений, который рассчитывается на основе рекомендаций по акциям в аналитических информационных бюллетенях, а второе небольшое исследование было проведено Американской ассоциацией индивидуальных инвесторов. Merrill Lynch тоже разработала индекс настроений, рассчитываемый на основе потока новостей. Но ни один из этих индикаторов, похоже, не обеспечивает более-менее точной методики измерения настроений.

Ленхофф работает в Capel Cure Sharp более 14 лет, и за это время порядок проведения совещаний по графику никогда не нарушался. "В действительности все оказывается не столь катастрофичным. Если созывать внеочередное совещание по поводу каждого падения рынка на 300 пунктов, мы размоем его значимость. По-моему, мы не проводили внеочередного совещания даже во время обвала рынка 1987 года. Рынки всегда проявляют чрезмерную

реакцию, и в такой ситуации лучше всего отойти в сторону, сохраняя спокойствие и ориентироваться на исторический опыт. А исторический опыт показывает, что такие крахи создают хорошую возможность для покупки".

Психологи могут оценить это иначе – как наглядный пример отрицания реальности, усиленного мощным групповым давлением. Но если ваши методики имеют достаточно глубокие традиции, ничто не заставит вас изменить их. Некоторые аналитики могут сказать, что в описанных Ленхоффом методах отсутствует очень важный элемент – способность учиться на историческом опыте. Проведенные интервью позволили мне выявить одно из самых интересных расхождений во взглядах некоторых брокеров и аналитиков, абсолютно по-разному воспринимающих исторический опыт.

Безрассудный оптимист и оголтелый пессимист

В частности, я хочу сопоставить точки зрения Хью Пристли из компании Rathbone и Эндрю Смитерса из Smithers & Co. Оба имеют хорошее образование. Тем не менее, один придерживается оптимистичного взгляда, считая, что рынок входит в новый период истории, а другой не видит ничего кроме пугающих предзнаменований, считая, что мы игнорируем историю.

Хью Пристли – утонченный человек, изучавший французский язык в Оксфордском университете. После беседы с ним у меня была полная ясность о его взглядах по таким вопросам, как активный и пассивный менеджмент, следует ли нам придерживаться инвестирования на движении рынка или искать выгодные по цене бумаги, а также являются ли текущие уровни рынка неоправданно высокими или мир действительно изменился, и цены вполне справедливые..., по крайней мере, на данный момент.

По мнению Хью Пристли, история учит нас, что недавнее прошлое является отклонением. "Я говорил со многими историками, считающими, что большую часть времени с 1611 года инфляция была очень низкой, а рабочие имели меньше власти". До XIX века профсоюзов вообще не было. Капиталисты Викторианской эпохи

Глава 4.

эксплуатировали рабочих. Депрессия 1930 года заставила людей отчаянно искать работу. Эта ситуация изменилась лишь после Второй мировой войны. "Период с 1945 года по 1979 год был отклонением, поскольку у рабочих было слишком много власти, а у акционеров относительно мало", – говорил Пристли. Тем не менее, большинство сегодняшних аналитиков и занимающих руководящие посты профессиональных финансистов выросли именно в этот период новейшей истории. Пристли утверждает, что наши представления о справедливых ценах акций могли сформироваться именно в этот аномальный период. "Если все было именно так, мы возвращаемся к нормальному положению", – добавил Пристли. Поэтому не следует бояться, что рынок поднялся слишком высоко. Сам Пристли имеет опыт всего двух "медвежьих" рынков – 1973 года и короткого кризиса осенью 1998 г. По его мнению, 1987 год вряд ли можно считать кризисом.

Эндрю Смитерс – аналитик-интеллектуал, придерживающийся абсолютно противоположной точки зрения. Ему за пятьдесят и держит себя он очень непринужденно. В 1980-х он какое-то время жил в Японии и имеет свою точку зрения по широкому кругу вопросов. "Я не трейдер", – заметил Смитерс с улыбкой. Он сотрудник аналитического отдела, любящий отточенные эскизы и одаренный способностью решать математические уравнения. Смитерс изучал экономику в Кембриджском университете, а затем решил "помочь миру". Однако в Международном банке ему сказали, что не берут на работу людей младше 28 лет. Поэтому он поступил на работу в благотворительную структуру Британского Содружества. Заниматься благотворительностью Смитерсу не понравилось, потому что, как он выразился, "Я обнаружил, что благотворительность начинается у нас дома. Все это очень напоминало *"Холодный дом"* Чарльза Диккенса". Интересная ассоциация, поскольку взгляды самого Смитерса безнадежно мрачные.

В возрасте 23 лет немного разочарованный Смитерс повстречал Джона Нотта, которого знал по Кембриджу. Нотт предложил ему пойти на собеседование в Warburg. "И они меня взяли". Сегодня компания Смитерса проводит углубленный анализ для менеджеров инвестиционных фондов.

"Раньше Сити было менее интеллектуальным местом, чем

сейчас". – говорил Смитерс. Талантливые выпускники шли на государственную службу, в академическую науку и средства массовой информации. Экономисты относились к деньгам с некоторой брезгливостью. Но даже если Сити сегодня стало более интеллектуальным, "Я не совсем уверен, что это хорошо", – сказал Смитерс с ухмылкой.

Научных кадров в Сити, возможно, и прибавилось, но "практически никто не осознает, насколько сложным является поведение рынка", говорил мне Смитерс. Всего 20 лет назад экономисты придерживались мнения, что рынок представляет собой простой механизм, которым можно управлять. Потребовался долгий и болезненный процесс, чтобы понять, что интервенционистский подход к экономике (раз рынком можно управлять, экономисты приобретают еще большее значение) был огромным эгоизмом.

Понять процессы, которыми нельзя управлять, в принципе можно, но дело в том, что все эти рыночные модели работают не так уж и хорошо. Смитерс изучил компьютерные модели, экономические модели, модели, сопоставляющие движения рынка с поведением субатомных частиц. Ни одна из моделей не была идеальной. "Но у рынков есть одно замечательное достоинство. Они являются одним из лучших источников экономической информации".

В истинно академической манере Смитерс подверг сомнению логические обоснования, данные в моей книге. Я утверждаю, что рынки подвергаются воздействию иррациональных сил? Очень сомнительно. По мнению Смитерса, единственным фактором индивидуальной психологии, способным помочь объяснить поведение рынка, является временной горизонт. Большинство инвестиционных решений принимается с учетом краткосрочного временного горизонта, поэтому из поколения в поколение люди не делают выводов, и ошибки все время повторяются. Смитерс уверен в абсолютной правильности этого вывода, поскольку брокеры и трейдеры не очень долго задерживаются в этой профессии.

В работе Кана и Купера *Stress in the Dealing Room* (1993) ("Стресс в дилинговом зале") говорится, что большинство трейдеров выдерживают всего несколько лет. Мой собеседник из Nat West Global Markets подтвердил это, рассказав, что большинство их

Глава 4.

трейдеров к 35 годам или уходят в отставку, заработав достаточно денег, или становятся менеджерами. Саймон Рубинс из E. D. & F. Man рассказал мне, что на LIFFE, Лондонской международной бирже финансовых фьючерсов, редко встретишь трейдера, проработавшего в этой должности более 10 лет.

Смитерс считает, что сейчас все уже забыли об истинных причинах великих потрясений середины 1970-х, когда цены на нефть взлетели вверх, а в Лондоне глупая политика кредитования холдинговых компаний почти разорила банки. "Если учесть, что крахи рынка происходят не чаще одного раза в 20 лет, люди не извлекают никаких уроков", – заявил Смитерс.

– Да вы пессимист, – заметил я.

– Нет, я не просто пессимист, а оголтелый пессимист, – ответил Смитерс.

"Через два года работающие в Сити останутся без работы. Они займутся выращиванием яблок или еще чем-нибудь. Банки переключатся на другие виды деятельности, а люди, занимающиеся трейдингом часто не понимают, что они делают, но они прекрасно понимают, что не хотят, чтобы их боссы понимали, что они делают".

Смитерс утверждает, что пятилетний временной горизонт слишком короток для правильной оценки действий. "В течение пяти лет, при наличии волатильности рынка, шансы на его рост довольно высоки, если менеджеры инвестиционных фондов приняли решение играть вверх в расчете на рост рынка". По мнению Смитерса, шансы на рост высоки, поскольку волатильность вынуждает инвестиционных менеджеров совершать сделки, а сделки приносят комиссионные. Однако, Смитерс отметил, что "такая высокая трейдинговая активность может не отвечать интересам клиентов". Как мы увидим в шестой главе, появляется все больше свидетельств конфликтов интересов в некоторых брокерских домах, при которых обязанности фирмы действовать с наибольшей пользой для клиента не совпадают с ее собственными интересами.

Будучи оголтелым пессимистом, Смитерс хорошо осведомлен о прошлых пузырях. "Измерить экстремальную перекупленность рынка вполне возможно. После рыночного пузыря экономика падает действительно низко. В 1980-х Япония испытала такие потрясения на

фондовом и земельном рынках. Юго-Восточная Азия тоже пережила подобную ситуацию". Любимым пузырем Смитерса является земельный бум во Флориде, потому что на его пике в 1925 году в Майами продажей недвижимости из 110000 городского населения занимались 55000 человек. "То же самое происходит сейчас в Штатах с фондами взаимных инвестиций", – заметил с улыбкой Смитерс. И действительно, иногда кажется, что количество менеджеров фондов взаимных инвестиций превышает население этой страны. Однако, трудно не заметить, что на Смитерса оказал влияние его личный опыт, а не только анализ. Он жил в Японии как раз в то время, когда в конце 1980-х там сначала расцвел, а затем лопнул рыночный пузырь. С тех пор Смитерс внимательно следит за Японией, бывая там несколько раз в год, и своими глазами видит, что существенного оживления на этом рынке не происходит.

Многие коллеги Смитерса по бизнесу считают, что его ориентация на долгосрочную перспективу расходится с реальностью. Роджер Ейтс, хорошо относящийся к Смитерсу, сказал мне, что если бы он следовал его рекомендациям, то потерял бы эту работу, поскольку не делал бы инвестиций в ценные бумаги. "Я выслушал Эндрю, но если бы я стал таким осторожным, как он предлагал, меня бы здесь, наверное, уже не было", – говорил мне Ейтс. У Смитерса слишком долгосрочный временной горизонт. Большинство аналитиков проводят анализ для выработки рекомендаций на краткосрочную перспективу – покупать, продавать или держать.

Измените временной горизонт, Спок

Роджер Ейтс любит долгосрочную перспективу, поскольку в долгосрочном плане динамика акций оказывается хорошей. Фактически он начал с того, что рассказал мне историю несчастного гения рынка Джона Рэскоба, чья статья в *Ladies Home Journal* ("Домашний журнал для женщин") (Raskob, 1929) обещала богатства инвестору при условии, что тот будет каждый месяц вкладывать в акции по 20 долларов. Хотя Гэлбрейт называл Рэскоба глупым оптимистом, Ейтс считает его почти героем. Рэскоб не предвидел краха 1929 года, однако, когда 20 лет спустя кто-то проверил его прогнозы, оказалось, что обрутанный аналитик был в чем-то прав. "Да, 80 тысяч долларов вы бы не получили, но получили бы \$60000.

Глава 4.

Прибыль на вложенный капитал составляла примерно 15% в год". В рамках долгосрочного временного горизонта акции показывают хорошие результаты.

"Проблема в том, что временной горизонт наших клиентов совсем иной". Invesco управляет активами как очень больших фондов, таких как пенсионный фонд Би-би-си, так и деньгами тысяч мелких клиентов, мужчин и женщин, откладывающих по 100 фунтов в месяц. В 1997 году компания слилась с Amvescap и получила в управление различные фонды с активами, оценивавшимися в \$132 млрд. "Мы получали больше прибыли, чем ICI", – говорил улыбаясь Ейтс. "Это международная группа. У нас есть клиент из Тайване, откладывающий по сотне тайваньских долларов в месяц. Инвесторы могут быстро и дешево перебрасывать деньги из одного фонда в другой, и они это делают". Ейтс сам видел, как быстро реагируют инвесторы, когда один из фондов Invesco попадает в список плохо работающих. Инвесторы в этом случае переводят деньги в другие места.

В настоящее время Ейтс является начальником аналитиков и трейдеров. Хотя он критически относится к слишком краткосрочным стратегиям инвестирования, позволить одному из своих фондов дрейфовать вниз он не может, поскольку в этом случае инвесторы выведут свои деньги. По его словам, если это начнется, "мы будем вынуждены предпринимать очень энергичные действия". За внешним обликом джентльмена в его словах сквозили железные нотки. Это напомнило мне разговор с сотрудником Nat West Global Markets, который очень сожалел о проявленной доброте, когда он позволил плохому трейдеру заниматься трейдингом еще один месяц. Проявление человечности, когда он дал тому трейдеру шанс исправить свои ошибки, обошлось банку почти в 1 миллион фунтов стерлингов.

Одним из последствий сжимающегося временного горизонта является то, что о прогнозах аналитиков тоже судят на основе краткосрочного временного горизонта. В девятой главе, где я анализирую динамику 13 акций, мы увидим, как аналитики часто меняют свои рекомендации в течение нескольких недель.

Пределы компьютерного моделирования

Некоторые профессионалы, с которыми я разговаривал, как, например, Майкл Барнард, очень гордятся своими навыками в области компьютерного моделирования. "Первого большого прогресса в этой области я достиг в 1973 году, когда овладевал программой Datastream. Не знаю, помните ли вы Extel Cards, но в свое время для поиска акций, отвечающих определенным критериям, приходилось просматривать эти карточки", – рассказывал мне Барнард. Критериями отбора могли быть высокие темпы роста, а также рост прибыли на протяжении последних пяти лет. "В те времена брокеры только начинали осваивать компьютеры. А я должен был проанализировать с помощью компьютера ценность инвестиционного портфеля". Эта работа вызвала у Барнарда интерес. "Я прочитал руководство к программе и понял, что ее можно использовать для поиска акций, отвечающих критериям частных клиентов". Программа позволила Барнарду изучить гораздо большее количество бумаг на предмет их соответствия определенным критериям.

Роджер Ейтс больше упирал на тот факт, что в распоряжении его аналитиков в данный момент имеется значительно более лучшее программное обеспечение, чем когда бы то ни было. Он подчеркивал, что в конце 1980-х у шахматного компьютера IBM не было никаких надежд выиграть у чемпиона мира. А в 1997 году машина "Биг Блю" все-таки смогла обыграть Каспарова, хотя тот считается одним из величайших шахматистов всех времен.

Но даже при наличии в наши дни новых компьютерных программ и высококвалифицированных специалистов, способных создавать и использовать такие программы, в Invesco понимают, что следить за всеми акциями, торгуемыми на Лондонской фондовой бирже, а их 2500, невозможно. Ейтс сообщил мне, что его компания отслеживает около 300 акций и интенсивно изучает их. В рабочих кабинетах, в которые я заходил, люди работали на компьютерах. Я заметил Ейтсу, что особо бурной активности совсем не видно. "Ну и хорошо", – ответил с улыбкой Ейтс. Лично он бывает очень доволен, если компания за год проводит сделки лишь с четвертью отслеживаемых бумаг.

Глава 4.

Ейтс привел два примера, когда с помощью компьютерного моделирования была установлена закономерность, о которой догадывались на интуитивном уровне, но, по утверждению Ейтса, до них никто ее не обнаружил и в системном анализе не использовал. "Традиционной реакцией на предупреждение какой-либо компании по прибыли, когда она уведомляла, что результаты будут ниже ожиданий, было соответствующее понижение акций компании", – рассказывал мне Ейтс. Как только такое предупреждение достигает рынка и информация усваивается участниками, цена акций компании идет вниз, и "Все в порядке". Но компьютерная обработка показала, что после первого предупреждения в 75% случаев компания в течение года выпускает второе предупреждение. Ейтс интуитивно считал это нормальным явлением, но рынок, ориентированный на более краткосрочное восприятие новостей, не приспособился к этому.

Как сказал мне Ейтс, "Если над этим поразмыслить, то в этом нет ничего особенно удивительного. Что касается компании, чьи акции котируются на рынке (а мы тоже такая компания), то если она считает, что ей, возможно, придется выпустить предупреждение, она должна учесть все потенциальные последствия. Она должна убрать все лишнее, посмотреть, не осталось ли каких-либо скрытых возможностей на тот момент, потому что, если что-нибудь пойдет не так, она попадет в неприятное положение". Во время большого обвала технологических бумаг 2001 года многие компании были вынуждены выпустить именно такие повторные предупреждения и увидели, как их акции полетели вниз.

Похоже, существует и обратный процесс. У Ейтса есть данные и по росту прибыли или движущей силе. Компьютерный анализ здесь тоже показывает, что если дела у компании идут хорошо, и ее показатели значительно превосходят ожидания, скорее всего эта компания увеличит темпы роста в ближайшем будущем. Invesco ищет компаний, темпы роста которых и рост выплачиваемых компанией дивидендов превышают средние.

Многие аналитики намеренно сокращают объем информации для анализа. Например, Чарльз Кларк из West LB Panmure исключает как неперспективные целые отрасли экономики. На данный момент автомобильная промышленность кажется ему абсолютно бесперспективной. "Я изменю свою точку зрения, но меня должны

убедить в этом". Майкл Барнард, управляющий своим фондом в одиночку, специализируется только на ценных бумагах британских компаний, потому что не может справиться со всей информацией. Стратегии, подобные политике Invesco, отслеживающей 300 ведущих акций, являются классическим способом решения проблемы информационной перегрузки путем сужения сферы своих интересов.

Такие профессионалы, как Кларк и Барнард, используют компьютеры для проверки своих идей, но компьютерное решение не является последним словом. Наиболее острой проблемой, с которой сталкиваются аналитики, является то, что компьютерные программы способны выполнять аналитическую работу лучше самих аналитиков. Подтверждение этому можно найти и в других областях. Например, было установлено, что компьютеры ставят медицинский диагноз точнее большинства врачей общего профиля. В области финансовых рынков, где половина профессионалов не имеет специальной подготовки, вряд ли следует удивляться тому, что бумаги, выбранные финансовым аналогом машины "Биг Блю", будут успешными.

Дискуссии по этому вопросу вышли на первый план из-за успехов так называемых индексных фондов, достигнутых ими в последнее время.

Индексные фонды

Индексные фонды автоматически инвестируют в 100 ведущих акций, входящих в состав индекса FT-SE. Доля каждой из этих 100 бумаг в инвестиционном портфеле фонда регулируется в зависимости от успешности бумаги. Состав индекса FT-SE 100 тоже меняется каждый месяц.

Большинство аналитиков, с которыми я разговаривал, выражали беспокойство из-за того, что индексные фонды деформировали рынок и привели к образованию нового фактора. "Это одна из причин, по которой акции крупных компаний растут гораздо быстрее акций мелких компаний. Если группа ICI входит в расчетную базу индекса, индексный фонд обязан покупать акции ICI", — объяснял Ейтс. Всем нужны акции ICI, и поэтому они растут в цене, независимо от того, справедлива эта цена или нет. Фонд может также купить акции Associated Lentils, если считает, что цены на

Глава 4.

чечевицу взлечь вверх, но число покупателей, обязанных иметь в своем портфеле Associated Lentils, не измеряется сотнями.

Я заметил Ейтсу, что по логике инвестиционные портфели этих фондов должны быть абсолютно одинаковыми. Он рассмеялся и ответил, что это действительно логично. В эти 100 ведущих акций, входящих в расчетную базу индекса FT-SE 100, будет вкладываться все больше и больше денег. Например, 3 мая 2001 года рыночная капитализация BP Amoco составляла £13,2 млрд., что соответствовало 9% от общего веса индекса Footsie. Акции этой компании торговались как в Лондоне, так и в Нью-Йорке. В 2001 году на первое место выходила Vodafone, чья рыночная капитализация достигала £15,2 млрд., но затем упала на второе место до £12,3 млрд. А рыночная капитализация компании Great Universal Stores, чьи акции тоже входят в расчетную базу FT-SE 100, составляет всего лишь £4,798 млн.

Таким образом, инвестиции индексных фондов в BP Amoco должны составлять 9,5% их средств. 9% средств должны быть инвестированы в Vodafone, и гораздо, гораздо меньше в Great Universal Stores. В результате на рынке становится меньше акций Vodafone и BP Amoco, и их цена поднимается выше.

Акции, на которых играют индексные фонды, стали популярными, потому что на "бычьем" рынке они позволяют инвесторам легко получать прибыль. Ейтс считает, что этот успех отрицательно сказывается на психологии профессионалов рынка, поскольку результаты работы аналитиков и брокеров сравниваются с другими ориентирами, и главным из таких ориентиров является FT-SE 100. И это уже не вопрос абсолютных цифр (сколько денег ты зарабатываешь для клиентов). Вопрос в том, являются ли твои показатели лучше или хуже показателей индекса. "Встречаешься с клиентом и говоришь ему, что есть плохая новость – рынок упал на 20%, и хорошая новость – мы потеряли всего 19% ваших денег, и клиент доволен".

Ленхоффа индексные фонды беспокоят не так сильно, как Ейтса. Он считает, что они довольно эффективны "для парня, который не хочет каждый день проверять состояние своих акций. Это проще, но вовсе не означает, что активный менеджмент, когда акции

отбираются с помощью описанной мной методики, не имеет никакой ценности".

Менеджеры Capel Cure Sharp создали специальный портфель под названием "Эталон", с которым они сравнивают свои результаты. По словам Ленхоффа, менеджеры хотели посмотреть, на сколько можно увеличить стоимость портфеля с помощью активного менеджмента. Получилось 150 пунктов. Однако, проблема аналитиков и брокеров в том, что появляется все больше свидетельств, что их умение и опыт не могут переиграть рынок. Поскольку почти все исследования проводились на брокерах, следовавших рекомендациям аналитиков своих фирм, в шестой главе я разберу этот вопрос подробно.

В этой главе я высказал предположение, что системы, используемые аналитиками для выбора акций, имеют обыкновение игнорировать роль интуиции. Однако, в то же самое время значительные противоречия между оптимистичными и пессимистичными аналитиками позволяют предположить, что решения и оценки аналитиков зависят не только от трезвой рациональной обработки имеющихся данных. Когда я писал эту книгу, бывший председатель совета директоров ICI сэр Рон Хемпел (Ron Hempel) обрушился с нападками на аналитиков. Мой ливерпульский брокер сказал мне, что испытывает к сэру Рону Хемпелу огромную симпатию, и "возможно, журналисты неправильно его процитировали". Хемпел выражал недовольство тем, что аналитики слишком увлеклись краткосрочными прогнозами. В 1999 году брокеры из графства Мерсисайд были приглашены на обед с Питером Дэвисом, президентом компании Prudential, "тоже родом из Мерсисайда". Дэвис рассказал им, что на тот момент в Prudential он работал на основе 20-летнего плана, но раньше они работали по-другому. Похоже, Prudential раньше занималась только элементарным получением прибыли с помощью краткосрочных стратегий. Однако, аналитики понимают, что о них судят в гораздо более коротких масштабах времени.

В следующей главе мы рассмотрим один из основных факторов, дающий ключ к пониманию того, как разные группы людей реагируют на рынок – их отношение к риску. И здесь мы снова увидим, что это зависит не только от здравомыслия.

Глава 5. Психология риска и людей, идущих на риск

Прежде чем прочесть эту главу, возможно, вам следует сначала ответить на Вопросник по отношению к риску, приведенный на 195 - 207. Если вы будете отвечать на него после прочтения этой главы, то есть риск, что на ваши ответы повлияют содержащиеся в ней выводы.

В 1968 году психиатры Бродмурской специальной лечебницы для умалишенных преступников выпустили на свободу Грэхема Янга. Врачи сочли, что Янг – интеллигентный, молодой отравитель – "вылечился". Но оказалось, что психиатры совершили трагическую ошибку. Через четыре месяца Грэхем Янг снова совершил убийство. И снова он использовал яд.

Пресса пригвоздила Бродмур к позорному столбу. Психиатры, защищаясь, доказывали, что оценка риска включает в себя не меньше искусства, чем науки и ссылались на хорошую статистику. И это было не пустое хвастовство. В исследовании на эту тему, проведенном 15 лет спустя, Боуден (Bowden, 1981) установил, что только 4% пациентов, выпущенных из Бродмура в начале 1960-х, совершили впоследствии насильственные действия.

Тони Блэк (Tony Black, 1980) изучил истории 128 пациентов, выпущенных на свободу через несколько лет после проведения исследования Боуденом. Результаты этого исследования вызвали большее беспокойство: более 10% освобожденных были осуждены повторно за преступления, включая насилие над личностью. Но поскольку эти пациенты являлись наиболее опасными "преступниками-психами" Великобритании, 10% ошибок не дают основания считать, что в Бродмуре так плохо оценивали риск. Тем не менее, ошибка с Грэхемом Янгом стоила человеческих жизней, как и другие ошибки. Так является ли статистика ошибок в Бродмуре

хорошей или ужасной? Давать оценку тому, как другие оценивают риск, так же трудно, как оценивать сам риск.

По риску, его восприятию и прогнозированию работ очень много, и большая их часть, как в приведенных мной примерах, относится к пациентам врачей-психиатров, преступникам, легко ранимым детям и опасным видам спорта. Восприятие финансового риска изучено гораздо меньше.

Отчасти Сити само виновато в недостаточных исследованиях реального восприятия финансового риска. Финансовые организации боятся разрешать посторонним изучать их. Скандалы, наподобие краха Barings начали менять это отношение, но процесс идет медленно. Например, в процессе всестороннего исследования отношения дилеров к риску, проведенного Лондонской школой бизнеса, было обнаружено, что финансовые организации не решаются предоставлять необходимую информацию.

Восприятие риска

Ученые говорят, что люди сталкиваются с угрозами их безопасности, экологическим риском, риском для здоровья, финансовым риском, различными видами страхового риска. Логически рассуждая, степень вашей склонности рисковать деньгами никоим образом не должна быть связана с тем, с какой скоростью вы водите машину, или с вашей готовностью рисковать здоровьем, выкуривая слишком много сигарет. Но интуитивно мы чувствуем, что здесь должна быть некая связь. Мы думаем, что робкие личности, никогда не превышающие установленную скорость, вряд ли будут азартно играть в казино или на фондовом рынке. Некоторые крупные американские компании, такие как фонд Fidelity, рассылают своим потенциальным инвесторам вопросники, чтобы оценить их отношение к риску, но как мы увидим позже, эти вопросники содержат массу недостатков.

В этой главе я хочу рассмотреть имеющиеся данные о психологии восприятия риска. Некоторые индивидуальные особенности личности связываются со способностью идти на большой риск, другие черты — со страхом рисковать. Условия, в которых люди работают на финансовых рынках, могут подстрекать

Глава 5.

некоторые типы личности идти на больший риск, чем они позволили бы себе в других обстоятельствах.

Известны нам и крайности: почти карикатурный типаж – чрезвычайно осторожный Тройной Бюрократ, который и пальцем не шевельнет, пока не получит одобрение всех и каждого, чтобы не совершить ошибки, и Восторженный Биржевой Игрок, любящий проказы и готовый практически на все, лишь бы избежать скуки. Он обожает сумагоху, адреналин, крайнюю опасность. Должно быть, существуют определенные модели, "зависящие" от черт характера, детства, опыта работы или даже генной наследственности.

Однако, проблема в том, что многие исследования финансовых рисков проводятся в лабораторных условиях, когда субъекты делают ставки в смоделированных ситуациях. Их спрашивают, предпочтут ли они поставить один доллар при шансах на выигрыш 2 к 1 или 10 к 1. Как правило выясняется, что испытуемые предпочитают пойти на риск, чтобы выиграть меньшую сумму при высоких шансах на выигрыш, чем большую сумму при значительно менее благоприятных обстоятельствах. Суммы небольшие, а обстановка искусственная. Результаты этих исследований трудно интерпретировать еще и потому, что инвестирование может быть азартным занятием, но азартная игра никогда не является инвестированием. Если вы поставили в теннисном турнире на "счастливого неудачника", можете потерять всю вашу ставку. Но при инвестировании в ценные бумаги все совсем не так. Каким бы неудачным ни был ваш выбор, 1000 инвестированных фунтов вы вряд ли потеряете полностью. Полные потери инвестиций случаются редко. Только при игре на опционах и производных инструментах трейдеры рискуют потерять всю ставку. Даже покупка на сайте Lastminute.com чего-нибудь да стоит.

Инвесторам не всегда легко оценить риск, на который они идут. Конечно, риск игры на рынках производных инструментов гораздо выше, чем в азартной игре, поскольку инвесторы делают ставку на так называемые "открытые" контракты и могут понести убытки, на которые они не рассчитывали, неограниченные убытки. Участники Лондонского рынка Lloyd's попадали в такие ситуации, но большинство из них не всегда понимали это. Традиции подсказывали им, что Lloyd's является старейшим клубом для богатых. Этот рынок

делал деньги для богатых фамилий с XVIII века. Когда новый член записывался в клуб, его предупреждали, что он рискует всем своим имуществом. Во время собеседования при вступлении иногда звучала такая фраза: "Вы можете потерять все до последней рубашки и запонок". Но лишь немногие считали, что за этой фразой скрывается какой-либо смысл. Приемная комиссия была обязана внести в договор пункт о "неограниченной ответственности".

Когда в 1980-х некоторые синдикаты, входившие в *Club's*, начали сообщать об огромных убытках, многие члены клуба пришли в ярость. Они заявляли, что никто толком не разъяснил им, что неограниченная ответственность действительно не имеет границ. Их поведение было типичным поведением "жертв" финансовых катастроф – смесью горечи, гнева и отрицания действительности.

Я не вижу в этом ничего удивительного, поскольку даже опытные инвесторы могут не видеть истинного характера рисков, которым они подвергаются. И это не просто слепая алчность. Вспомните, что риск скрывается во все более экзотических инструментах. Для защиты инвесторов Управление финансовых служб Великобритании (*Financial Services Authority*) требует, чтобы каждый трейдер, осуществляющий сделки с опционами, подписал специальный сертификат, подтвердив тем самым свою осведомленность о том, что он может потерять все вложенные в сделку деньги.

Основываясь на работе Пиателли Палмарини (*Piatelli F. Palmarini*, 1995), Хилтон (*Hilton*, 1998) доказывает, что на процесс принятия финансовых решений оказывают влияние семь смертных грехов. В особенности он подчеркивает чрезмерную самоуверенность (которая может возрасть, когда трейдеры работают группами) и иррациональное неприятие риска. Хилтон ссылается на исследование, в котором говорится, что когда инвесторам приходится выбирать между верной потерей £30000 и вариантом, в котором шансы понести убытка составляют 20%, а шансы потерять £400000 – 80%, большинство выбирает второй вариант.

**Уравнения никогда не бывают неправильными,
или мастера риска на финансовых рынках**

Слепота наиболее искушенных лучше всего иллюстрируется

Глава 5.

августом 1998 года и историей фонда Long Term Credit (LTC). Я хочу сопоставить две точки зрения по этому вопросу – Эндрю Смитерса и Майкла Льюиса (Michael Lewis, 1999).

В августе 1998 года мировая банковская система оказалась под угрозой возможного краха крупнейшего хеджевого фонда LTC. Фонд называется хеджевым из-за "хеджирования рыночных рисков". LTC специализировался на свопах процентных ставок, долгосрочных опционах на акции и других производных инструментах. (Своп процентных ставок представляет собой следующую стратегию. Например, Банк А имеет кредитные обязательства в Дании со ставкой 7%, но это плавающая процентная ставка. Банк В владеет долговыми обязательствами в Польше со ставкой 10%, но там существует большой риск дефолта, а также риск падения курса злотого. Банк А и Банк В заключают соглашение об обмене процентными выплатами. Банк А может пойти на такое соглашение, потому что считает, что в Польше все будет в порядке, курс злотого вырастет, и, следовательно, банк заработает больше, чем он мог бы получить в Дании).

Во главе фонда LTC стоял Джон Меривезер (John Meriwether), сделавший себе имя в 1980-х в Salomon Brothers, и особенно хорошо проявивший себя во время биржевого краха в октябре 1987 г. Меривезер собрал команду молодых академиков. В день биржевого краха он увидел полную сумятицу на рынке облигаций и благоприятную возможность для игры. Чтобы понять, что он сделал, необходимо понимать, что означает продажа без покрытия. Продавать без покрытия означает продавать на срок товары или ценные бумаги, которых на данный момент у вас нет в наличии. Вы соглашаетесь продать мне 30 июля 1000 облигаций или акций. Сегодня их у вас нет, но я, будучи покупателем, плачу вам сегодняшнюю цену за поставку мне этих бумаг 30 июля. Если в 9 часов утра 30 июля вы можете купить эти акции или облигации дешевле, чем могли купить сегодня, вы получаете прибыль. Если 30 июля эти акции или облигации стоят дороже, чем они стоили в день заключения сделки, вы оказываетесь "без денег".

Меривезер убедил свою молодую команду продать без покрытия 30-летние облигации Казначейства США (назовем эту бумагу Облигация А), которые только что были выпущены в обращение, и купить идентичное количество таких же 30-летних

облигаций, размещенных на рынке за три месяца до этого (Облигация В). Фактически к октябрю 1987 года срок действия Облигации В составлял 29 лет и 9 месяцев.

Меривезер изучил модели динамики бумаг на рынке облигаций и обнаружил, что только что размещенные облигации, такие как Облигация А, обладают так называемой "премией за ликвидность". Их было легче перепродать, как почти новый автомобиль, поэтому трейдеры рынка облигаций готовы были платить за них несколько более высокую цену. Во время хаоса октября 1987 года цены на новые выпуски американских казначейских бумаг резко шли вверх. Они казались безопаснее акций, и их легко было продать. Облигация А поднималась в цене.

Продавая миллионы Облигаций А без покрытия, Меривезер и его молодые академики делали ставку на то, что крах затронет рынок облигаций не так сильно, как ожидалось. Они считали, что обвал рынка акций будет не таким крутым, и в результате цены облигаций перестанут расти. Надо подождать несколько недель или месяцев, и хаос уляжется. Облигация А станет значительно дешевле, и Меривезер, продававший их без покрытия, получит на этом выгоду. Покупка Облигаций В представляла собой обычную практику хеджевых фондов – подстраховку основной ставки. Если облигации вырастут в цене, потери, понесенные Меривезером на Облигациях А, в какой-то мере будут компенсированы прибылью по Облигациям В, поскольку они вырастут в цене.

И Меривезер оказался прав. Спустя несколько недель, когда страсти на рынке улеглись, облигации подешевели. Продажа Облигаций А без покрытия принесла небольшой команде Меривезера прибыль в размере \$150 млн. Их покупка обошлась ему на \$150 млн. дешевле той цены, по которой он согласился продать эти облигации в самый разгар паники. В качестве сравнения отмечу, что могущественная брокерская компания Merrill Lynch получила за весь тот год всего \$391 млн. прибыли. Меривезер понял, что рынок находится в состоянии полной неразберихи, и провернул сделку похлеще той, что в свое время осуществил Наган Ротшильд после победы при Ватерлоо. (И в отличие от Ротшильда, Меривезер не обладал эксклюзивной информацией. Он просто видел распад финансовой системы и правильно спрогнозировал будущее).

глава 5.

Этот удачный ход сделал Меривезера знаменитым. Он ушел из Salomon и создал свой собственный фонд. Для учреждения фонда Long Term Credit были необходимы деньги. Среди тех, кто поддерживал Меривезера финансами, были такие игроки с Уолл-Стрит, как Goldman Sachs и Morgan Guaranty. Меривезер собрал команду очень компетентных трейдеров. Одному трейдеру Меривезер предлагал \$28 млн. в год, но тот отказался работать на него. Команда разработала сложные математические формулы для прогнозирования будущей ценовой разницы между различными облигациями и формулы для свопов процентных ставок. В состав команды вошли два лауреата Нобелевской премии в области экономики.

В своей команде Меривезер ликвидировал разделение на исследователей, аналитиков и трейдеров. Все члены его группы называли себя стратегами. С 1987 по 1998 Меривезер и его партнеры заработали огромные суммы денег. В 1995 году фонд отчитался о прибыли в размере 43% на вложенный капитал. В 1996 году доходность фонда составляла 41%, а в 1997 году прибыль упала до скромных 17%. 16 партнеров вкладывали в свой фонд большую часть своих личных состояний в общей сумме \$1,9 млрд. А затем летом 1998 года дела пошли наперекосяк.

17 июля Salomon Brothers продала крупный портфель свопов процентных ставок, во многом схожих с теми свопами, которые держал Меривезер. Из-за большого объема продаж этих рыночных инструментов их цена упала. LTC использовал свопы процентных ставок в качестве залога под банковские кредиты, но теперь стоимость этого залога резко упала. Стоимость активов самого фонда LTC упала в июле на 10%. И так же, как в 1929 году брокеры требовали от инвесторов внесения дополнительного обеспечения для сохранения позиций, открытых с помощью предоставленного кредита, LTC тоже столкнулся с требованием внести дополнительные деньги. А 17 августа Россия объявила дефолт по своим долговым обязательствам. Рынок охватила паника.

21 августа 1998 года LTC в один день потерял \$550 млн., а это две трети суммы, потерянной Barings за месяцы бесконтрольного трейдинга Лисона.

Представляет интерес разница в оценках того, что случилось с

LTC. По общепринятому мнению, LTC шел на слишком большие риски по сделкам, которые вышли из-под контроля. А Эндрю Смитерс утверждает, что сами вложения банков в этот фонд должны были настораживать. "Банки получали по ним 40% прибыли", — говорил мне Смитерс. "Такой размер дохода подразумевает высокую рискованность, но банки считали это вполне нормальным". Обычно банки ссужают деньги по базовой процентной ставке, добавляя к ней до 5%. По мнению Смитерса, если банки никогда не интересовались, каким образом получается столь феноменальная прибыль, они сами напрашивались на убытки. Они получали непомерную прибыль и должны были задаваться вопросом, не подвергают ли они себя непомерному риску.

Майкл Льюис относится к LTC с большим сочувствием и полагает, что фонд не заслужил таких потерь (Lewis, 1999). Основной причиной краха фонда он считает безмозглых деятелей с Уолл-Стрит. Эти недоумки не понимали истинного характера рисков, на которые делал ставку Меривезер.

К тому же, после дефолта России безмозглым инвесторам Меривезера не хватило "Настоящего Характера", каким обладали астронавты космического корабля "Аполлон" в вышедшем в 1980-х фильме "Парни что надо" (*Right Stuff*) по книге Тома Вулфа. Главные вкладчики LTC запаниковали, и эта паника привела к реализации их самых страшных кошмаров.

Некоторые из основных вкладчиков фонда были крупными фирмами. Льюис утверждает, что в августе 1998 года они начали совершать операции, направленные на защиту своих позиций, даже если эти операции шли в ущерб фонду, в который они инвестировали средства. Например, если они знали, что у LTC есть позиция по датским кредитным обязательствам, они начинали как можно быстрее продавать датские обязательства, вызывая тем самым снижение их цены. LTC требовалось, чтобы цена на датские долговые обязательства оставалась на высоком уровне, поскольку фонд использовал их в качестве обеспечения для других сделок. Ну а так как стоимость, к примеру, датских долговых обязательств падала, банк, обеспечивавший кредитную поддержку операций LTC, требовал внесения дополнительного обеспечения. К концу августа LTC требовалось \$1,5 млрд., чтобы оставаться на плаву.

Глава 5.

Глава Федерального резервного банка США Алан Гринспен организовал спасение фонда. По его словам, за свою долгую карьеру он не помнит столь ужасного периода для мировой финансовой системы, как в августе того года. Чтобы остановить дефолт LTC, международные банки вынуждены были всего за несколько часов закачать в фонд \$3,5 млрд. В случае банкротства LTC в мировой банковской системе мог произойти эффект домино, особенно после того, как Россия объявила дефолт по своим долговым обязательствам. Общие потери LTC составили \$4,4 млрд. Union Bank of Switzerland потерял \$700 млн. Остальные банки потеряли \$1,8 млрд., но наибольшие убытки пришлось на 16 учредителей LTC, которые потеряли \$1,9 млрд.

Льюис утверждает, что банки запаниковали, потому что не понимали в полной мере сложности производных инструментов. В статье, опубликованной в *New York Times*, он даже намекал, что все это могло быть спланированным заговором. Крупные авторитеты Уолл-Стрит увидели шанс сокрушить LTC, чтобы мозги фонда снова стали работать на них, а не на себя.

Эта история наглядно показывает, каким сложным стал риск. Прав ли Смитерс? Действительно ли LTC шел на слишком большие риски? Или прав Льюис? Смог бы LTC выжить, если бы у основных вкладчиков фонда оказалось побольше мозгов и они дали ему время, чтобы оправиться от потерь? Положительный ответ на этот вопрос типичен для азартных игроков. Ведь они считают, что колесо фортуны в конечном итоге раскрутится в их пользу.

А инвесторам этот урок показывает, что в наши дни трудно понять всю суть риска.

Бернулли – отец теории риска

Изучение риска уходит корнями в математическую теорию. Значительные размышления о риске содержатся в трудах математика XVIII века Даниила Бернулли. Вышедший из семьи выдающихся математиков, Бернулли внес значительный вклад в математику и особенно в развитие теории вероятности. Многие из своих идей он строил на так называемой теории полезности, на основе которой философ XVIII века Иеремия Бенгем (Jeremy Bentham) создал

философское учение в сфере этики и политики, получившее название утилитаризм. Именно отсюда берет начало сентенция о достижении наибольшего возможного счастья для наибольшего количества людей.

Бернулли доказывал, что личностью движет не желание получить максимальную финансовую выгоду, а желание максимизировать ожидаемую полезность своих действий. Если выразить это проще, то бедный человек, получивший шанс поставить £10, на которые он может выиграть £100, осознает возможность огромного потенциального выигрыша, но ставка в £10 для него тоже огромная. А с другой стороны, для богатого человека возможность выиграть £100, поставив £10, едва ли представляет интерес. Он не заметит ни проигрыша, ни выигрыша. "Полезность, полученная от любого, даже самого маленького прироста капитала, обратно пропорциональна количеству предыдущих удач", писал Бернулли. Однако, богатый негодяй может поставить £100, чтобы выиграть £1000.

Бернулли также утверждал, что моральное ожидание проигрыша £5 "превышает" моральное ожидание выигрыша такой же суммы. Эта теория привела в итоге к такому понятию, как премия за риск, когда инвесторы хотят получить вознаграждение за то, что они рискуют, вкладывая деньги в ценные бумаги, а не держат их "как за каменной стеной" в банке или в государственных облигациях.

Бернулли не изучал восприятие риска: различие между точным математическим расчетом риска и тем, как люди понимают и чувствуют риски, которым они подвергаются. Исследователи риска Тверский и Канеман (Kahneman and Tversky, 1974; Tversky and Kahneman, 1992) строили свои эксперименты на основе идей Бернулли. Они тоже утверждают, что чем большим состоянием обладают люди, тем больше они стараются избежать риска. Основной целью становится не сколачивание денег, а желание не потерять свое состояние. По этой теории, степень отрицательного отношения к риску зависит от величины состояния этих людей. К сожалению, поскольку почти во всех экспериментах по риску использовались ставки в диапазоне от 50 центов до \$50, эти исследования не раскрывают глубинных причин, побуждающих людей делать инвестиции в реальной жизни. Я прошу прощения за свой

Глава 5.

скептицизм, но если бы это было действительно так, ни один человек, имеющий больше £20000, не вложил бы ни пенса в фондовый рынок.

Биржевые брокеры, такие как Пол О'Доннелл из Brewin Dolphin, часто говорили мне, что их клиенты, да и они сами, больше заботятся о сохранении своих денег, чем о получении прибыли. Но биржевые брокеры, проповедующие "сохранность богатства", занимаются своим любимым занятием – пустой болтовней, причем особой английской пустой болтовней о недопустимости похвастаться деньгами.

Однако, за пределами научных лабораторий поведение инвесторов и рынка наводят на предположение, что теория полезности Бернулли не является идеальной. Валунд (Wahlund, 1991) изучил 1700 шведов, имевших денежные накопления. 42% опрошенных имели значительные свободные средства, в среднем по 82000 шведских крон, и были не против увеличить свое состояние, выразив при этом согласие пойти на некоторый риск для достижения данной цели. Надежной (не несущей риска) инвестицией Валунд считал банковский вклад или вклад в шведский аналог строительного общества. Последующий опрос 503 инвесторов показал, что 14% респондентов придерживались безопасных накоплений с целью иметь деньги на черный день. 9% респондентов Валунд отнес к категории перестраховщиков риска, соглашавшихся на некоторый риск, а 6% обладали очень разнородными инвестиционными портфелями, включавшими инвестиции в инструменты со значительным риском. К сожалению, исследователь не попытался изучить типы характера и образ мышления этих категорий инвесторов.

Ревер (Rever, 1999) утверждает, что экономисты считают себя такими же учеными, как химики и физики. А химики и физики не проводят опросы. Они выдают красивые уравнения и объясняют реакции. Следовательно, экономистам тоже не надо проводить опросы. И неважно, что химики и физики изучают объекты и процессы, а экономисты изучают субъекты и процессы.

По сути, относительно небольшое количество исследований помогло получить ряд интересных ответов. Во-первых, похоже, была установлена связь между возрастом, благосостоянием, образованием и готовностью идти на риск. Исследования Вернерида (Wärneryd),

проведенные в Нидерландах и изложенные в книге *The Psychology of Saving* (1999) ("Психология сбережений"), привели к выводу, что с возрастом инвесторы готовы идти на больший риск. Вернерид утверждает, что это происходит в результате уменьшения потребности в средствах, например, на непредвиденные семейные расходы. Более образованные инвесторы также значительно охотней идут на риск. Не вызывает большого удивления тот факт, что более состоятельные инвесторы более спокойно воспринимают риск. Они могут позволить себе убытки, а небольшое увеличение состояние имеет для них меньшее значение.

Некоторые черты характера предрасполагают к риску. Пока не совсем понятно, как эта "предрасположенность к риску" сказывается на поведении, и есть ли различия в обращении с чужими и собственными деньгами. Тем не менее, данное исследование содержит полезные умозаключения. Одной из увлекательных тем, которую мы рассмотрим ниже, является связь между ощущением контроля над ситуацией и готовностью "пойти на прорыв".

В статье *The Illusion of Control* ("Иллюзия контроля") Эллен Дж. Лангер (E.J. Langer, 1975) утверждала, что люди часто ведут себя так, будто случайные события можно контролировать и, возможно, это связано с тем, что в конкретной ситуации они замечают некие сигналы, предполагающие использование имеющихся навыков. Лангер (Langer, 1975) и Джон Бургер (John Burger, 1986) тоже установили, что некоторые личности более склонны считать, что они контролируют ситуацию, есть на то основания или нет. Чтобы разобраться в этом, нам необходимо понять различие между двумя понятиями – желанием контроля и локусом контроля.

Желание контроля является личностной переменной. Диапазон индивидуальных особенностей варьируется от фанатиков контроля, стремящихся полностью контролировать свое поведение и поведение других людей, до абсолютно беззаботных натур, которые не против доверить свою судьбу другим.

Локус контроля характеризуется таким поведением личности, когда человек большей частью принимает ответственность за успехи и неудачи на себя (внутренний или интернальный локус), или имеет склонность приписывать ответственность за все внешним факторам –

Глава 5.

судьбе, этим негодяям в главной конторе, своему бывшему мужу, в общем, обычным в таких случаях виновникам – и это является свидетельством наличия внешнего (экстернального) локуса контроля. У поддающихся внушению личностей локус контроля внешний.

Каждое из этих свойств имеет, в свою очередь, широкий спектр. По силе желания контроля вы можете быть в верхней части этого диапазона, в нижней или где-нибудь посередине.

Какой части этого диапазона соответствует личность определяется хорошо проверенными на практике тестами, такими как тест на стремление к контролю, во время которого испытуемый должен поставить себе оценку по шкале от 1 (это утверждение ко мне не относится) до 7 (это утверждение полностью отвечает моему характеру), отвечая на такие вопросы, как эти:

- 1) Я предпочитаю вести свои дела сам и совершать собственные ошибки, чем слушать наставления других.
- 2) Другие люди обычно знают, что для меня лучше всего.
- 3) Я предпочитаю подождать, пока кто-нибудь другой решит проблему, чтобы мне не пришлось решать ее самому.

Значительные исследования были посвящены влиянию отношения к контролю на финансовое поведение. Субъекты с высоким стремлением к контролю больше предпочитают азартные игры, в которых требуется определенное мастерство. Рулетке они предпочитают покер. Правда, никто их не спрашивал, предпочли бы они лошадиным бегам фондовый рынок, но скорее всего ответ был бы утвердительным, поскольку очень немногие считают инвестирование всего лишь делом удачи.

Бургер проверил, как личности с высоким уровнем контроля воспринимают степень вероятности. Сначала он провел с ними эксперимент, в ходе которого монета подбрасывалась 100 раз, а испытуемые должны были сказать, в скольких случаях они угадали "орла" или "решку". Субъекты с высокой степенью контроля были уверены, что угадали в 60% случаев, тогда как на самом деле их результаты были ближе к 50%.

Во втором эксперименте субъектам предлагали сделать ставку на конкретную сумму очков при бросании двух костей. Шансы

оценивались по-разному. Если целевой суммой была 9, и брошенные кости в сумме давали это число, субъектам выплачивался выигрыш 9 к 1. Если целевой суммой была 2, их выигрыш мог составить только 2 к 1. Игра проводилась по двум условиям. При первом условии субъекты знали целевую цифру до того, как им нужно было сделать ставку, поэтому они могли оценить свои шансы. При втором условии целевая цифра записывалась на бумаге, но субъекты не видели ее, когда делали ставки, и поэтому не знали, какое вознаграждение они могут получить в случае выигрыша. Без этой информации субъекты с высоким уровнем контроля ставили гораздо меньшие суммы, что было абсолютно рациональной стратегией для этого типа личности.

Однако, Бургер обнаружил, что личности с высоким уровнем контроля становились менее рациональными, если получали цепочку ответов до начала эксперимента. Небольшой успех нарушал их восприятие риска. В этом случае они оценивали свой уровень контроля над ситуацией значительно выше, чем он был на самом деле.

Тенденция переоценки степени контроля проявилась и в ходе другого эксперимента. Перед субъектами находилось множество разноцветных лампочек, включавшихся и выключающихся в различной последовательности. Нажимая на кнопки, субъекты могли воздействовать на последовательность включения и выключения. Но в некоторых случаях последовательность всегда оставалась случайной. В одной части эксперимента случайность последовательности составляла 25%, а на 75% она могла контролироваться с помощью клавиатуры. При другом условии последовательность была случайной на 75%, а клавиатура позволяла контролировать только 25%.

После выполнения задания субъектам задавали вопрос о степени их контроля в этом эксперименте. По той части эксперимента, где последовательность контролировалась на 75%, субъекты с высоким уровнем контроля ответили, что контролировали ситуацию на 64%, а субъекты с низким уровнем контроля считали, что они обладали 50%-ным контролем (то есть, обе группы недооценили фактическую степень контроля). А в той части эксперимента, где контроль над последовательностью составлял 25%, субъекты с высоким уровнем контроля сильно переоценили степень

Глава 5.

фактического контроля. Они считали, что контролировали последовательность на 48%, а это вдвое выше фактической цифры. А другая группа ответила, что у них степень контроля составляла 30%.

Исследования Бургера не затрагивали вопросы тщеславия, приподнятого настроения и одобрения окружающих, с которыми сталкиваются дилеры при совершении удачной сделки. По словам Майкла Льюиса, провернув крупную удачную сделку, можно стать непревзойденным мастером в глазах окружающих. Как установили Кан и Купер (1993) на основе опросов дилеров, те очень хорошо понимают, что за их результатами наблюдают. Хороший результат делал их своего рода героями. Конечно, мнение Льюиса является веским аргументом. Непревзойденные мастера обладают абсолютным контролем. Но стоит вам соблазниться на такую самооценку, вы легко можете уверовать в то, что рынок можно подгонять под свои желания.

Люди, осуществившие несколько очень удачных сделок, могут приписать это фортуне или своей собственной гениальности. Субъект с высоким уровнем контроля скорее припишет удачу своей способности контролировать ситуацию. Как утверждает одно из заезженных выражений, он знает, как извлечь выгоду из "перекосов рынка". Перекос рынка происходит, когда цена акции не соответствует ее истинной стоимости. Но способна ли такая ситуация заставить трейдера пойти на повышенный риск?

Следующим фактором, который следует учитывать, является локус контроля. Если вы придерживаетесь мнения, что все зависит от внешних сил, вы будете менее склонны идти на риск, если только не считаете себя исключительно удачливым. Но если вы обладаете высоким стремлением к контролю и внутренним локусом контроля, успех или провал вы, скорее всего, будете считать результатом своих собственных действий. Удача – это для птичек. Вы охотнее пойдете на риск, если будете считать, что оценили ситуацию правильно. Но у вас есть слабое место – склонность считать, что ваши оценки верны. Вы не сможете верно судить, какой объем информации вам требуется. Вы будете считать себя не азартным игроком, а рассудительным человеком. Личности с высоким стремлением к контролю и внутренним локусом контроля более других склонны идти на высокий риск при ограниченном объеме информации, но при этом считают свои действия рациональными. Голландский исследователь

Вернерид (Wärneryd, 1999) установил, что некоторые инвесторы, пошедшие на высокий риск, не понимали, что их инвестиции столь рискованны.

Однако, почти во всех экспериментах по восприятию риска предполагалось, что все субъекты одинаковы. Исследователи не учитывали факторы индивидуальных особенностей характера. А это, на мой взгляд, игнорирование полезных психологических наблюдений.

Возбуждение, тревога и индивидуальные особенности людей, идущих на риск

Фрейд говорил, что люди стремятся сбросить возбуждение. При сексуальном возбуждении вы испытываете напряженность и потребность совершить половой акт. После полового акта вы испытываете удовлетворение, уровень вашего возбуждения снижается до нуля и вы можете расслабиться. Аналогичная модель применима к чувствам голода и жажды. Сброс возбуждения или напряжения всегда был ключевой концепцией психологии.

Однако, к 1960-м годам стало ясно, что модель сброса напряжения не может полностью объяснить ни поведения людей, ни поведения животных. Например, эксперименты показали, что крысы одинаково готовы выполнять одни и те же действия (нажимать на рычаг) сотни раз, чтобы получить вознаграждение в виде пищи или возможности исследовать богатое и интересное пространство. Во время изучения этой новой обстановки крысы проявляли все физиологические признаки, обычно сопровождающие рост возбуждения и напряжения (например, учащение сердцебиения). По Фрейду и другим теоретикам сброса напряжения, такой подъем напряжения крысы должны были бы воспринимать как стресс и наказание. Однако, эти крысы явно испытывали другие ощущения.

Люди в этом плане не очень отличаются. Во время подготовки к половому акту они обычно не испытывают неприятных ощущений от подъема сексуального напряжения и психологического возбуждения. Секс имеет четкое биологическое предназначение, что может служить объяснением нашего толерантного отношения к такому напряжению, но какое биологическое предназначение у

Глава 5.

опасных видов спорта?

В 1977 году в американском журнале *Human Behavior* была напечатана статья, вызванная ростом смертельных несчастных случаев во время занятий дельтапланеризмом. В статье говорилось о буме популярности так называемых "центров экстрима", в которых люди могли понырять с аквалангом, попрыгать с различных сооружений с помощью эластичного троса, привязанного к ногам, полетать на различных летательных аппаратах и заняться другими опасными видами спорта.

Начиная с 1970-х, мы стали проявлять больший интерес к экстремальным видам спорта. В наши дни в Соединенных Штатах еженедельно совершается тысяча прыжков с высоких зданий или мостов с помощью привязанного к ногам эластичного троса. Во Франции этот вид спорта сочли слишком опасным и запретили его, но в Америке он вполне легален, и им увлекаются тысячи людей. Экстремальные виды спорта настолько популярны, что им посвящен отдельный канал кабельного телевидения – ESPN 2.

Питер Гринберг (Peter Greenberg, 1977) установил, что большинство клиентов этих центров экстрима значительную часть своей повседневной жизни проводят в офисах за рабочим столом. Опасные виды спорта дают им шанс проверить себя. А профессор Мичиганского университета Дэвид Кляйн, опросив участников 500 несчастных случаев, произошедших при гонках на снегоходах, обнаружил, что пострадавшие часто не испытывали никаких сожалений.

Айра Мататиа и Мэриан Зальцман (1999), занимающиеся изучением потребительского спроса, считают, что люди, увлекающиеся альпинизмом, прыжками с эластичным тросом и на ногах или мотогонками, испытывают ощущение, что они прошли "труднейшее испытание". Американский психолог Абрахам Маслоу (Abraham Maslow) тоже говорит о людях, идущих на экстремальные испытания. Он не упоминает конкретных видов спорта, таких как альпинизм, но среди прочего говорит о чувстве удовлетворения, возникающем в результате преодоления экстремальных трудностей, физических или психологических.

К сожалению, во время опроса об отношении к опасным видам

спорта, проведенного в 1977 году, респондентам не предлагалось ответить на личностные вопросники для определения их индивидуальных особенностей. В 1960-х годах Айзенк высказал предположение, что экстравертам риск нравится больше, чем интровертам. Он утверждал, что в основе этого находится биологическая причина (Eysenck, 1967). У экстравертов процесс формирования возбуждения коры головного мозга более медленный, и по этой причине для поддержания работы мозга на комфортном уровне им требуется более сильное стимулирование, чем интровертам.

Проводившиеся на протяжении почти 30 лет исследования только запутали ситуацию, но некоторые свидетельства подтверждают идеи Айзенка. Он ставил экстраверсию на одну сторону континуума, а интроверсию — на другую. Изучив исследования Айзенка, психологи взяли на вооружение его оригинальные вопросники, а некоторые создали собственные тесты (Zuckerman, 1991). Кажется вполне очевидным, что ряд факторов способствует экстраверсивности.

Одним из таких факторов является социабельность, которая, кажется, не имеет никакого отношения к риску, но другие аспекты, присущие экстраверту, очень даже имеют. Наиболее важными из них являются следующие:

- Широкая импульсивность — желание действовать на основе эмоций без оглядки на последствия.
- Узкая импульсивность, под которой психологи понимают "отсутствие детальных планов на будущее". Личность с низкой импульсивностью не желает знать, что она будет делать в субботу вечером и эта ситуация ее вполне устраивает. Такие личности не задумываются о том, во что им одеться, до самого последнего момента.
- Жажда эмоций. Жаждущая эмоций личность быстро впадает в скуку и постоянно ищет новых ощущений, даже если они непредсказуемы по своим последствиям. Среди экстравертов жаждущих эмоций личностей гораздо больше, чем среди интровертов.

Очевидно, что импульсивный экстраверт является наиболее

Глава 5.

склонной к риску личностью и идет на риск, даже не пытаясь оценить ситуацию соответствующим образом. Такая личность страдает от одного из крупнейших грехов, подчеркнутых Фишером в 1928 году в его работе по психологии инвесторов – нетерпеливости.

Многие из нас испытывают тревогу, идя на непривычный риск. Как мы видели, субъекты с внутренним локусом контроля склонны испытывать повышенную тревожность. Коган и Уоллач (Kogan and Wallach, 1964) проверили в лабораторных условиях, как мужчины и женщины играют в азартные игры и установили связь между импульсивностью и готовностью идти на риск, но только в том случае, когда субъекты не испытывали слишком большой тревоги. В условиях сильной тревоги субъекты выбирали в играх более осторожные варианты. Однако, было одно исключение. Если в конце серии нескольких игр субъектам приходилось делать выбор между осторожной стратегией и игрой "ва-банк", и их оппонентом выступал экспериментатор мужского пола, тогда даже очень осторожные мужчины, как правило, шли на игру "ва-банк".

Коган и Уоллач высказали предположение, что мужчины оказывались в ситуации, которую я бы назвал моментом мужского самоутверждения, то есть в ситуации, в которой они должны были проявить себя настоящими мужиками – показать свой мужской характер или заткнуться. Большинство предпочитало самоутверждение, рискуя потерять деньги, чтобы сохранить лицо. Чтобы их не сочли трусами, они предпочли испытывать стресс и тревогу. Это является интересным подтверждением наблюдений Уортон за поведением мужчин на Уолл-Стрит до краха 1929 года. Они считали, что нужно инвестировать, чтобы произвести впечатление на своих женщин.

Кан и Купер установили, что дилеры испытывали необычно сильную тревогу, отдавая себя во власть рынка. Они говорили с одним дилером, который рассказал им, что у него резко участился пульс после того, как он сначала продал \$10 миллионов, затем купил \$6 миллионов и ждал, как будет меняться курс доллара на валютной бирже. Роджер Лафлин, занимающийся операциями с фьючерсами на нефть, объяснил мне, что в его обязанности входит надзор за дилерами, вынужденными справляться с тревогой, вызываемой мыслями о том, сколько будет стоить нефть через несколько часов.

Изменение цены на 2 цента за баррель может означать миллионные убытки или прибыли. Кан и Купер установили, что тревожность у дилеров мужского пола на 30% выше среднего уровня.

В свете исследования Когана и Уоллач можно увидеть, как справляются с подобными ситуациями некоторые профессионалы рынка. Они испытывают тревогу, но находятся в окружении большого количества людей. Поэтому они справляются с тревогой, подавляя ее на людях. А выходит она позднее. У Эдит Уортон проигравшие на бирже мужчины редко посвящали в эти проблемы своих жен и свои семьи, поскольку это считалось недостойным поведением. В наши дни, по выводам Кана и Купера, многих дилеров беспокоит тот факт, что они выплескивают свои стрессы на семьи, возвращаясь с работы домой. Показывать свою тревогу в домашней обстановке, когда все операции завершены, стало приемлемым.

Следовательно, сегодняшний экстраверт, идущий на риск, расплачивается за это. Он испытывает тревогу, но не может показать ее другим. Конечно, некоторые дилеры не испытывают столь большой тревоги.

Теория реверсивности

Английский психолог Майкл Аптер попытался собрать различные звенья одной цепи в единую модель, которую он называет теорией реверсивности (Apter, 1992). Он утверждает, что теории Фрейда и Айзенка не отражают всей сложности жизни и отдельной личности. Бывают времена и ситуации, когда людям хочется покоя или наоборот возбуждения. Только ненормальные занимаются опасными видами спорта 24 часа в сутки.

По теории Аптера, мы на протяжении всей своей жизни находимся в движении между двумя состояниями равновесия:

- телическое состояние, когда низкий уровень возбуждения вызывает спокойствие и доставляет удовольствие, тогда как высокий уровень возбуждения ощущается в виде тревоги и приносит неприятные ощущения;
- парателическое состояние, когда низкий уровень возбуждения вызывает скуку, а высокий уровень возбуждения будет восприниматься как удовольствие.

Глава 5.

Люди постоянно переходят или "реверсируют" от одного состояния к другому. Характер личности определяет частоту таких переходов и от него зависит, какое из этих состояний является наиболее нормальным для конкретного индивида. Алтер делит людей на две группы: индивидуумов с телической доминантой и индивидуумов с парателической доминантой. Люди с телической доминантой серьезны, амбициозны и испытывают трудности с расслаблением. Индивидуумы с парателической доминантой любят развлечения, игры и тусовки. Однако, Алтер утверждает, что даже личности с телической доминантой значительное время пребывают в парателическом состоянии, и наоборот. Чтобы понять свое поведение и, в частности, восприятие риска, необходимо знать, к какому типу личности (телическому или парателическому) вы принадлежите, а также, в каком состоянии (телическом или парателическом) вы находитесь в определенный отрезок времени.

Алтер разработал шкалу испытываемой индивидом активации (Telic Dominance Scale), помогающей определить степень его настроения на игру. Обычно индивидам задаются вопросы, как они любят проводить свое время, какие действия помогают им расслабиться, нравятся ли им возбуждение, и как они относятся к размышлениям.

Чем более в человеке доминирует целевая система, тем больше он или она склонны избегать возбуждения. Чем более в человеке преобладает метациелевая система, тем больше у него тенденция к поиску высокого уровня активации. Алтер предлагает нам представить эту модель в зависимости от степени нашего восприятия:

- травмы;
- опасности;
- скуки.

Индивиду парателического склада определенная ситуация покажется скучной, а человек, которому присуще телическое состояние, ее таковой не сочтет. Степень восприятия скуки у этих индивидов будет абсолютно разной. Личность с телической доминантой может воспринимать ситуацию опасной, тогда как индивид с парателической доминантой сочтет ту же самую ситуацию забавным вызовом. У каждого индивида существует свой собственный оптимальный уровень психологической активации. И

этот уровень является продуктом как субъективных пережитых ощущений, так и объективных биологических причин.

Даже частота вашего пульса может указать на тип вашей личности и приемлемый для вас уровень риска. Норвежский психолог С. Свебак утверждает, что по напряжению мышц, учащению сердцебиения и дыхания можно судить, принадлежите ли вы к типу личности, стремящейся к повышению возбуждения или старающейся избежать такого возбуждения.

Одним из наиболее интересных выводов Алтера является утверждение, что наш уровень возбуждения зависит от чувства игривости. Алтер (1992) приводит цитату из интервью Дональда Трампа журналу *Playboy*, в котором Трамп говорит, что для него жизнь – это психологическая игра "и серия вызовов", заключающихся в принятии решений по вложению средств в развитие недвижимости или нецелесообразности таких вложений, покупке или отказе от покупки лайнера для восточных круизов, в то время как его приятель по совместной учебе в колледже, имеющий коэффициент интеллекта на уровне 190, постоянно высказывает ему по телефону опасения, связанные с его ипотечными кредитами. Трамп противопоставил свой собственный успех относительным неудачам своего приятеля и аргументировал это тем, что он никогда не заикливался на беспокойстве, принимая рискованные решения. С точки зрения Алтера, Трамп является личностью с парателической доминантой, нуждающейся в риске и успешно справляющейся с ним. Такой человек может заявлять, что для него больше подходят кризисы и неудачи со всеми присущими им драмами, поскольку это менее скучно, чем постоянная рутинная жизнь. Трамп – образец дилера и умеющей выживать личности. Мы не знаем, подвержен ли он меньшим тревогам при входе в рынок, чем субъекты в исследованиях Кана и Купера, но, похоже, он способен справляться с этой проблемой гораздо лучше. Джордж Сорос в его знаменитой игре на понижение по фунту стерлингов, похоже, тоже прекрасно справлялся со своими тревогами. Его помощники предлагали ему открыть короткую позицию на £1 млрд., а Сорос настоял на открытии короткой позиции на £10 млрд. Всего через несколько часов он имел прибыль в размере \$968 миллионов.

Крупный американский инвестиционный дом Fidelity Fund

Глава 5.

рассылает своим инвесторам вопросник, в который включено несколько вопросов по отношению к риску. Инвесторов просят ответить, какое из следующих утверждений подходит им более всего:

- I. При очень большом риске Вы готовы поставить все Ваши деньги;
- II. При очень большом риске Вы готовы поставить часть своих денег;
- III. Вы готовы поставить часть своих денег при незначительном риске.

Инвесторов также спрашивают, приходилось ли им раньше вкладывать деньги в фондовый рынок, и спокойно ли они относятся к риску.

Оценки для каждого ответа довольно странные. Если вы выбрали ответ "I", получаете 16 очков. При ответе "II", получите 6 очков. Логика оценок фонд Fidelity не объясняет. В руководстве по подсчету очков также утверждается, что человек, когда-либо инвестировавший в ценные бумаги, более готов к риску. Полностью игнорируется возможность того, что если вы инвестировали деньги и понесли огромные убытки, вы можете никогда больше не захотеть вкладывать деньги в акции. С милым местническим тактом Fidelity относит к категории чрезвычайно рискованных любую неамериканскую бумагу, так что взлетающие до небес и падающие в пропасть акции американских Интернет-компаний будут считаться менее рискованными, чем акции Great Universal Stores.

Иллюзия контроля

Мы видели, что в смоделированных во время экспериментов ситуациях иллюзия контроля влияет на поведение людей. Может быть, тот же самый фактор оказывает влияние на решения дилеров в условиях реального рынка?

Изучение данной проблемы проводится в Лондонской школе бизнеса Фентоном О'Криви (Fenton O'Creevy et al., 1998) и другими. Они создали Механизм Оценки Риска (называемый RAT – Risk Assessment Tool), с помощью которого можно оценить степень влияния когнитивного настроения на принятие решений.

Команда ученых Лондонской школы бизнеса доказывает, что ключевым фактором в оценке риска является вопрос контроля. Они указывают, что работающие в Сити трейдеры и дилеры испытывают давление от необходимости показывать хорошие результаты работы. В некоторой степени трейдеры понимают, что управлять рынком невозможно, но некоторые из них сами вводят себя в заблуждение.

Давайте еще раз влезем в душу удачливого трейдера. Пара удачных месяцев. Заработал приличные премии. Удача? Ну, нет. Это мастерство. Это искусство. Я мастер мирового масштаба. В условиях, где приходится соревноваться с другими дилерами, необходима уверенность. А уверенность очень легко перерастает в чрезмерную уверенность. Дилеры могут оторваться от реальности. Они считают, что контролируют ситуацию, и думают, что риск не столь велик, поскольку это они идут на этот риск.

Фентон О'Криви и его коллеги по Лондонской школе бизнеса предлагают три элемента для понимания того, как трейдеры видят и оценивают риски:

- Диспозициональный или личностный элемент, когда некоторые люди более склонны нереалистично оценивать степень контроля.
- Заученный элемент. Удачные сделки могут стать западней. Чрезмерно самоуверенный трейдер может отказываться от изменения тактики, поскольку даже при текущих потерях он считает, что в долгосрочном плане его подход окажется правильным.
- Окружающая обстановка. Трейдеры работают в очень конкурентной и шумной окружающей обстановке. Хоккей (Hoskey, 1970) установил, что экстраверты предпочитают работать в шумной обстановке. На поведение рынков может оказывать влияние политика – заявление премьер-министра или война в Косово, а также хорошие или плохие корпоративные показатели. При таком значительном шуме, вероятно, бывает трудно понять, почему та или иная бумага показывает хорошую или плохую динамику. А это облегчает изобретение таких оправданий, как: "Моя стратегия сработала бы, если бы не отставка министра финансов".

О'Криви и его команда изучили 488 трейдеров и менеджеров.

Глава 5.

Они использовали три метода: интервью, эксперименты с игрой на компьютере и персональные данные.

В рамках Механизма оценки риска (RAT) команда разработала игру. На экране показана линия, отображающая вымышленный график фондового индекса. Линия может подниматься или опускаться на два пункта в секунду. В зависимости от условий конкретного эксперимента, линия может расти в результате случайных изменений или применения субъектом определенной стратегии. Итоговый результат варьируется от минус 2000 до плюс 2000.

Субъект садится перед экраном компьютера, на котором показан линейный график индекса, и имеет панель управления с тремя кнопками: Z, X и C. Субъекту сказано, что с помощью этих кнопок можно увеличить итоговый счет, уменьшить его или увеличить величину случайных изменений. Субъект должен ответить, какую функцию имеет каждая кнопка, причем он может нажимать каждую сколько угодно раз.

Для этого эксперимента психологи разработали несколько заданий:

- Определить назначение кнопок X, C и Z.
- Сделать прогноз по итоговому значению индекса и установить границы прогнозного диапазона. Например, если субъект делает ставку на то, что индекс в итоге будет в диапазоне от 1100 до 1140, он заработает больше пунктов (если его прогноз подтвердится), чем субъект, прогнозировавший конечный диапазон от 1100 до 1180.
- Сделать еще один прогноз, но на этот раз ориентируясь на безусловный выигрыш, причем границы прогнозного диапазона могут быть расширены, скажем, до 1100-1200.
- Сделать прогноз по границам диапазона, в котором будет получен гарантированный выигрыш.

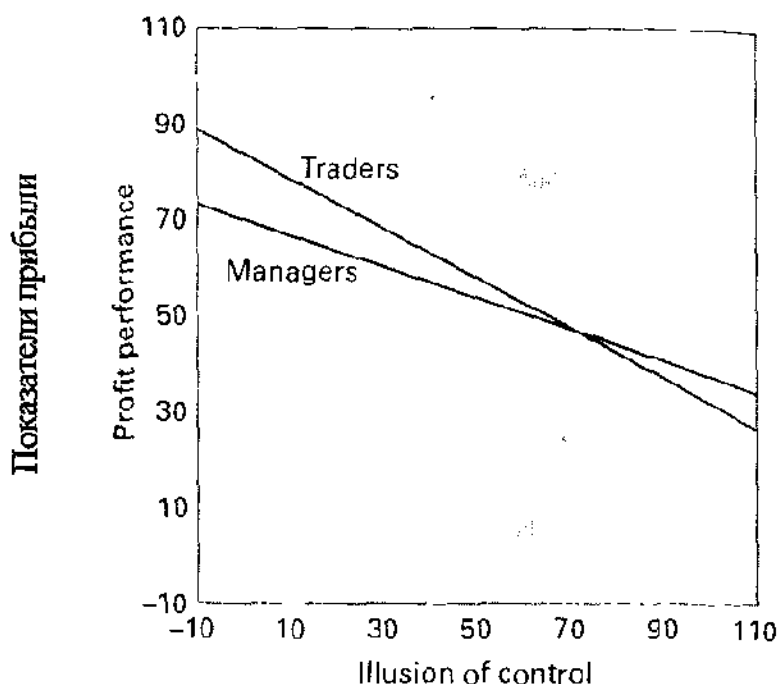
О'Криви и его команда также предлагали субъектам заполнить Тест-опросник по склонности к риску, чтобы проверить наличие возможной связи между оценками, полученными на основе RAT, и общим отношением субъектов к риску в их повседневной жизни. Тест-опросник позволяет оценить отношение к риску для здоровья, карьеры, социальным видам риска, личному финансовому и социальному риску.

Каждый субъект должен был также ответить на 240 вопросов специального личностного опросника. Содержавшиеся в этом опроснике вопросы покрывали пять различных категорий индивидуальных особенностей:

- Шкала Е – экстраверсивность в противопоставлении интроверсивности. Субъекты с высоким баллом по шкале Е обладают пылким и коммуникабельным характером и стремятся к возбуждению.
- Шкала N – эмоциональность в противопоставлении невозмутимости. Субъекты с высоким баллом по шкале N враждебны, подавлены, импульсивны, ранимы, невротичны.
- Шкала О – открытость в противопоставлении условностям. Субъекты с более высоким баллом более открыты.
- Шкала А – субъекты с высоким баллом ценят доверие и скромность, и откровенны.
- Шкала С – добросовестность в противопоставлении неаккуратности. Субъекты с высоким баллом обладают самодисциплиной и организованностью, а также ценят компетентность.

В лучших традициях научной психологии команда исследователей сделала ряд прогнозов. Чем более оптимистично и нереалистично восприятие трейдером степени контроля, тем вероятней он или она недооценят риски своих действий. Трейдеры, проявившие более высокий уровень иллюзии контроля, должны быть менее успешны, чем трейдеры с низким или средним уровнем иллюзии контроля.

Это деликатный вопрос. Лондонская школа бизнеса обещала не раскрывать названия фирм, предоставивших им возможность для исследований, и только одна фирма предоставила данные, позволившие сравнить фактические показатели отдельных трейдеров по работе на реальном рынке с их показателями, полученными в ходе психологических экспериментов. О'Криви и его коллеги сопоставили результаты, полученные отдельными трейдерами в ходе тестов по иллюзии контроля, с фактическими прибылями, заработанными ими на фирме. И трейдеры, и менеджеры сопоставили свои индивидуальные вклады с общей прибылью компании. Как показано на графике, чем выше прибыль, тем меньше иллюзия контроля.



Иллюзия контроля

Чем лучше показатели прибыли, тем меньше иллюзия контроля.

Успешность трейдеров оценивалась баллами от минус 10 до плюс 110. Чем выше уровень иллюзии контроля, тем больше расхождение между фактическим уровнем контроля и уровнем, воспринимаемым трейдером. Чем выше дилеры оценивали уровень контроля в их распоряжении, тем хуже оказывались реальные результаты. Эти 'плохие' трейдеры были также склонны переоценивать степень своего вклада в общую прибыль компании. О'Криви и его коллеги высказали предположение, что трейдеры с высоким уровнем иллюзии контроля могут хуже реагировать на обратную связь и, следовательно, не будут извлекать соответствующих уроков из понесенных убытков. Такие трейдеры были также склонны преувеличивать возможную оценку их менеджерами проявленного ими умения обращаться с риском.

Личностный опросник тоже показал четкую связь между тем, как трейдеры подходили к инвестиционному риску, и их склонностью к другим жизненным рискам. В частности, были установлены следующие связи:

- Простая и мощная связь между экстраверсивностью и склонностью к риску.
- Более сложная связь между невротизмом, эмоциональностью и склонностью к риску. Невротичные трейдеры были менее склонны к финансовым или карьерным рискам, но более спокойно относились к риску их здоровью, такому как чрезмерное употребление спиртных напитков или курение. Это позволяет предположить, что им приходилось справляться с высокими уровнями тревоги.
- Добросовестно относящиеся к своим обязанностям трейдеры были менее склонны к финансовым рискам и рискам их здоровью.
- Трейдеры, набравшие много баллов при оценке сговорчивости или покладистости, были менее склонны к любым видам риска.

О'Криви и его коллеги утверждают, что менеджерам следует следить не только за прибылью и убытками трейдеров, но также и за их психологическими реакциями. Аптер мог бы возразить, что эти реакции могут изменяться день ото дня, в зависимости от испытываемых нагрузок. Трейдеры работают в стрессовой ситуации и каждый день вынуждены прогнозировать изменение цен и тенденций. Испытываемый стресс приведет к тому, что некоторые трейдеры с высоким стремлением к контролю будут переоценивать истинный уровень контроля, которым они обладают.

В этой главе я не касаюсь вопросов когнитивного диссонанса, однако, вполне допустимо предположить, что эта теория (которую я изложил во второй главе) может помочь нам понять, что происходит в головах трейдеров и инвесторов. Мы вынуждены сталкиваться со следующими противоречиями:

а. истиной, что рынки не поддаются контролю или прогнозированию;

б. истиной, что будучи трейдерами или инвесторами, нам приходится пытаться прогнозировать движение рынка.

Решением этой неразрешимой дилеммы для некоторых будет следующий вывод:

в. большинство людей не могут прогнозировать движение

Глава 5.

рынка, но я обладаю большей степенью контроля или проницательностью, поэтому я все сделаю правильно.

Как мы видели, одним из способов справиться с когнитивным диссонансом является переключение внимания исключительно на свидетельства, подтверждающие утверждение *в*, и игнорирование свидетельств, идущих вразрез с утверждением *в*. Таким образом, прибыль по Glaxo получена благодаря моему мастерству, а убытки по Marks & Spencer являются следствием неспособности рынка разглядеть истинное положение дел в данном промежутке времени. Акции Marks вырастут, и моя правота будет подтверждена, поскольку молва утверждает, что уверенность является ключом к успешному трейдингу.

Фентон О'Криви и его коллеги очень четко показали, что в понимании отношения к риску центральными являются три фактора. Экстраверты более склонны идти на финансовые риски. Трейдеры с высоким уровнем иллюзии контроля тоже более склонны к риску, к тому же они недооценивают степень риска, на который идут. В результате показатели их работы менее успешны. Данные выводы играют большое значение при отборе кандидатов на эти должности. Компании должны подходить с осторожностью к найму на должность трейдеров ярко выраженных экстравертов. Есть также свидетельства, позволяющие предположить, что интроверты учатся на ошибках, за которые они наказаны, а экстраверты не учатся. Они больше реагируют на поощрения. Этот вывод сделан на основе исследования детей, изучавших математику, поэтому он не может быть применен непосредственно к финансовым профессионалам, но такое предположение допустимо.

Идущие на риск инвесторы более склонны испытывать гордость за свои действия и сожалеть о бездействии больше (ну почему я не купил?), чем о комиссионных. Канеман (Kahneman, 1998) утверждает, что идущие на риск инвесторы более фокусируют внимание на позитиве, не особо полагаются на удачу и воздерживаются от краткосрочных стратегий, чтобы избежать риска. Прежде чем я инвестирую, рынок должен значительно упасть. А следующие характеристики, похоже, более типичны для экстравертов. Пател (Patel, 1997) обнаружил, что за некоторыми трейдерами тянутся, как он выразился, "длинные шлейфы потерь", и

эти трейдеры имеют значительно большую склонность позволять убыткам нарастать. В следующей главе я рассмотрю вопрос, почему некоторые индивидуумы столь иерасположены к продажам.

Есть еще два вопроса, которые нам следует рассмотреть. Это индивидуальные особенности азартных игроков, а также наличие свидетельств, предполагающих, что мы можем скорректировать наше финансовое поведение. Безусловно, на самые большие риски идут игроки в азартные игры.

Азартный игрок в роли мазохиста и другие выкрутасы риска

Фрейд утверждал, что хронический игрок является мазохистом, жаждущим проигрыша. Он также утверждал, что азартный игрок похож на подростка, который все никак не может прекратить мастурбировать, и он обречен на игру, что является результатом его детского опыта. Однако, биографии азартных игроков и истории финансовых скандалов показывают, что отдельные личности все же изменяются, особенно под давлением. Обыкновенный клерк становится заядлым игроком. Она или он начинают идти на риски, о которых раньше не могли и помыслить. Мы не знаем, что толкает их на это. Возможно, тщеславие, уход от действительности, страх, отчаянная попытка замести следы или что-либо иное. Но они меняются, как это случилось с Ником Лисоном, превратившимся из скромного успешного трейдера в человека, разорившего банк.

Мы пока не знаем всех подробностей того, как бывшие партнеры по Phillips & Drew, в основном очень опытные профессионалы Сити, потеряли около £20 млн., доверив эти деньги Хью Ивзу, бывшему их финансовым директором. 19 апреля 1999 года Ивз признался своим клиентам, что проиграл все их деньги в результате серии высокорискованных операций. Автор статьи, опубликованной в *Times* в разделе деловых новостей, задавался вопросом, каким образом партнеры Phillips & Drew могли доверить свои деньги человеку с отнюдь не выдающимся послужным списком и явными привычками мота. Однако, Ивз, возможно, тоже изменился и превратился из трезвомыслящего трейдера в азартного игрока.

Таким образом, представляется целесообразным ознакомиться

Глава 5.

с историей одного азартного игрока, чтобы понять, какие стрессы и соблазны способны превратить человека в маниакального игрока. Марвин Цукерман (Marvin Zuckerman, 1991), проводивший большое количество исследований для определения уровня склонности к поиску приключений, утверждает, что азартные игроки воспринимают риск как решение всех их проблем – финансового стресса, скуки, депрессии и даже сексуальных неурядиц. Одна конкретная история показывает, что жизнь гораздо сложнее.

Игрок Гэри

Гэри родился в небольшом городке на Среднем Западе. Он был младшим из трех сыновей. Отец Гэри погиб на корейской войне, когда мальчику было 5 лет. Мать Гэри была религиозной женщиной, но трое ее сыновей часто попадали в истории в школе и даже имели неприятности с законом.

Единственным мужчиной, которого Гэри видел часто, был его дядя Хоуи. Хоуи был местной достопримечательностью, известным лентяем и лежебокой. Он любил играть на беговых дорожках и часто брал с собой племянников. Он часто фантазировал о больших выигрышах и строил планы на будущее, когда он без особых усилий станет богатым. Психиатры, к которым в конечном итоге попал Гэри, были абсолютно убеждены, что влияние дяди Хоуи превратило дикого, неуверенного в себе и росшего без отца мальчика в маниакального игрока.

Когда Гэри исполнилось 16, он ушел из дома и начал работать, укладывая утеплитель в строящиеся дома. Он был частью бригады строителей – грубых молодых мужчин. Гэри начал пить и потерял девственность. Через несколько месяцев Гэри ушел служить на флот. Тесты показали, что он способен обучаться в колледже, и флот отправил его в колледж, заплатив за обучение. В первый же год Гэри начал процветать и встретил Джойс. Девушка была набожной христианкой. Гэри решил покончить со своими дурными привычками и стал возродившимся христианином.

Однако, через год флот отозвал своих студентов из колледжа и направил их на обучение в небольшую военную академию. Гэри снова очутился в среде, во многом походившей на мирок строительной бригады. С гиль жизни был очень разгульный. Молодые

курсанты устраивали попойки и всюду играли в покер. Гэри обнаружил у себя талант к этой игре.

Сначала он отправлял большую часть выигранных денег Джойс. Они собирались купить себе домик. Гэри знал, что Джойс не понравится, если она узнает, что он зарабатывает деньги игрой, поэтому он ей врал. Его ложь имела особый оттенок. Он говорил Джойс, что помогает местному проповеднику, и паства щедро одаривает их деньгами, от которых Гэри получает свою долю. Джойс верила своему жениху Гэри.

Чем дольше Гэри находился вдалеке от Джойс, тем глубже в его жизнь входила игра. Она стала отрицательно сказываться на его учебе. Он уделял учебе все меньше и меньше времени. Позже он скажет психиатру, что перед игрой он ощущал сильный подъем возбуждения. Чувство удовлетворения приходило к нему только после продолжительного периода игры. Игра была как секс, только стоила гораздо дороже.

Однокашники Гэри провалили экзамены, но ему удалось получить диплом инженера-механика. Он женился на Джойс и был направлен служить в Германию. Поначалу Джойс была уверена, что она жена военного моряка, живущего нормальной жизнью женатого мужчины. Она ничего не знала о секрете Гэри – его навязчивой тяге к азартной игре.

Около двух лет Гэри удавалось держать Джойс в неведении, хотя он и испытывал от игры все возрастающий стресс. Когда проигрыши были очень большими, Гэри вынужден был идти на сверхурочные, помогавшие выплатить долг. Но тяга к игре становилась все более необоримой. Гэри рисковал все больше и больше. Отчасти это вызывалось потребностью в возбуждении. А с другой стороны ему требовались деньги, чтобы покрыть убытки.

Проигрывал Гэри гораздо больше, чем выигрывал. Чтобы выплачивать карточные долги, он начал одалживать деньги. Вскоре он был должен ростовщикам тысячи долларов. Джойс стала замечать пропажи денег с их счетов. Когда она спрашивала об этом Гэри, он обвинял ее в нытье. Гэри подделал несколько чеков, но вскоре был пойман на этом, предстал перед военным трибуналом и был с позором изгнан из вооруженных сил.

Глава 5.

Гэри постоянно обещал Дкойс пойти к врачу, измениться и избавиться от своей привычки. Однако, все его попытки терпели неудачу. Постепенно брак развалился. Распад семейной жизни заставил Гэри играть еще больше. Он играл, чтобы убить время. Он играл, чтобы вернуть долги. Он играл, чтобы найти утешение.

Гэри начал работать на других игроков на скачках. Он брал у друзей деньги, чтобы сделать ставку, а сам использовал их для выплаты долга. Приятели обнаружили обман и избили Гэри, сломав ему ребра.

История Гэри позволяет сделать вывод, что он начал "подсаживаться" на игру, когда стал общаться с игроками и обнаружил, что ему везет в покер. Этот вывод, похоже, подтверждает теорию Уолкера (Walker, 1995), который утверждал, что Фрейд и другие психоаналитики ошибались. Азартная игра не является реакцией на длительный психологический стресс или следствием слишком длительного или слишком непродолжительного сосания материнской груди. Игроки играют, потому что они думают (ошибочно), что сделают на этом деньги. Они считают, что могут контролировать удачу.

Одной из теорий, встречающихся в литературе по психоаналитике, поразительно перекликающейся со многими исследованиями, затронутыми мной в этой книге, является теория "полного контроля". Венгерский психоаналитик Шандор Ференци (Sandor Ferenczi, 1930) высказал предположение, что игрок испытывает ощущение всемогущего ребенка — ощущение полной уверенности и контроля, которое испытывают дети, не понимающие, как устроен мир. Ребенок плачет, и мать дает ему грудь. Он рыдает навзрыд, и ему меняют подгузник. Полный контроль.

Полный контроль над рынком невозможен, но именно такое чувство вы испытываете, когда пребываете в состоянии "мастера вселенского масштаба" после серии удачных сделок или на подходе к серии удачных сделок. Для многих инвесторов это опасное ощущение.

Все исследования, о которых я уже сказал в этой книге, содержат выводы, что отношение к риску заложено в глубинах сознания и образе мышления личности. Тем не менее, мне попалось одно исследование, проведенное на взрослых субъектах, в ходе которого эти выводы были подвергнуты настоящей проверке, и результаты этого исследования поразительны.

Можем ли мы учиться?

Вернерид (Wärneryd, 1999) сообщает об эксперименте, проведенном в Швеции в 1970-х и отмечает, что его результаты не получили широкой известности, поскольку не публиковались на английском языке. Юландер (Julander, 1975) изучал обратную связь в процессе накопления капитала. Он провел подробные интервью с 215 молодыми женщинами в возрасте от 24 до 28 лет. У них не было университетского образования, но они работали на полную ставку. Юландер расспрашивал их о том, как они откладывают и тратят деньги, а также об их особенностях характера. Он также просил их вести подробные записи и раздал контрольной группе книги, в которых участницы эксперимента должны были записывать свои расходы. Сначала он пришел к выводу, что чем больше люди знают, как они тратят деньги, тем большее удовлетворение они испытывают. Однако, когда участницы эксперимента стали вести подробные записи своих расходов, произошли некоторые интересные изменения. Некоторые субъекты, никогда ранее не утруждавшие себя записью расходов, были расстроены тем, как они использовали свои деньги. Те, кто обнаружил, что они тратят слишком большую часть своего чистого дохода, стремились изменить свои привычки и начинали откладывать больше. А те, кто вдруг узнал, как мало они тратят и как много откладывают, стремились увеличить свои расходы. Юландер утверждает, что данный эксперимент показывает, как детальная информация о состоянии ваших финансов может изменить сложившиеся привычки накопления и расходов. Это интересное исследование позволяет сделать вывод, что детальное понимание своих финансовых привычек необходимо каждому из нас.

Итак, мы увидели, что каждому типу личности присуща определенная модель поведения в условиях риска, и это влияет на восприятие личностью конкретных ситуаций. Одна из моих целей — предложить читателям возможность лучше понять свое собственное отношение. Приведенный ниже вопросник основан на различных исследованиях, описанных мной в этой книге.



Не рекомендуется тем, кто не любит риск!

Вопросник по отношению к риску

Постарайтесь честно ответить на нижеприведенные вопросы. После некоторых вопросов стоит клетка. Сделайте в ней отметку, если считаете, что в какое-либо время за последние пять лет Вы могли бы ответить на этот вопрос иначе.

- 1.** У Вас неожиданно получилась неделя выходных. Вы предпочтете провести ее
 - a. за чтением хорошего романа? ☐
 - b. занимаясь отделкой своего жилья? ☐
 - c. ныряя с аквалангом? ☐
- 2.** Вы употребляете вино и спиртные напитки
 - a. каждый день? ☐
 - b. два или три раза в неделю? ☐
 - c. никогда? ☐
 - d. на Рождество и по другим особым случаям? ☐
- 3.** Вам не нравится Ваша работа. Вы
 - a. начинаете подыскивать другую? ☐
 - b. увольняетесь, а затем начинаете искать другую? ☐
 - c. постараетесь обговорить этот вопрос с начальством, чтобы имеющаяся работа приносила Вам больше удовлетворения? ☐
- 4.** Вы едете в машине, водитель которой разогнался до 100 миль в час. Вы
 - a. откинетесь на сиденье и будете наслаждаться ездой? ☐
 - b. начнете оглядываться, не гонится ли за Вами полиция? ☐
 - c. подскажете водителю, что он едет слишком быстро? ☐
- 5.** Вас останавливали за превышение скорости?
 - a. никогда
 - b. раз или два
 - c. более трех раз.

Глава 5.

- 6.** Ваш богатый дядюшка предлагает Вам £1000 для инвестирования. Вы предпочтете вложить эти деньги в
- а. небольшую биотехнологическую фирму? ☐
 - б. индексный фонд? ☐
 - с. строительное общество? ☐
- 7.** Кто-нибудь из симпатичных Вам, но малознакомых людей предлагает Вам провести вместе уик-энд за городом, чтобы лучше узнать друг друга. Вы
- а. примете предложение сразу? ☐
 - б. предложите сначала провести вместе вечер, чтобы проверить свои ощущения? ☐
 - с. отвергнете предложение? ☐
- 8.** Вы выкуриваете
- а. больше 20 сигарет в день? ☐
 - б. от 10 до 20 сигарет в день? ☐
 - с. или вообще не курите? ☐
- 9.** Вы в дорогом ресторане и вместо бифштекса с кровью, который Вы заказали, Вам подают хорошо прожаренный бифштекс. Вы
- а. вежливо укажете официанту, что бифштекс приготовлен не так, как Вы хотели, и подождете, пока Вам принесут новый? ☐
 - б. ничего не скажете? ☐
 - с. вызовете метрдотеля и устроите скандал? ☐
- 10.** Ваш босс объявляет, что компания, в которой Вы работаете, собирается бросить все ресурсы на проект X, и в следующем месяце все усилия должны быть сконцентрированы на этом проекте. Вы думаете иначе. Вы
- а. ничего не скажете?
 - б. попросите босса принять Вас и выскажете ему свои замечания?
 - с. поднимете этот вопрос на общей встрече в присутствии всех

сотрудников?

d. подадите в отставку в знак несогласия?

11. Относите ли Вы себя к категории

a. надежных водителей, поскольку никогда не ездите очень быстро?

b. надежных водителей, потому что умеете ездить быстро?

12. Вы играете в лотерею каждую неделю. Какая из следующих ставок типична для Вас?

a. £2 ☐

b. £5 ☐

c. £30 ☐

d. Вы вступили в синдикат и еженедельно вносите £10, поэтому общая ставка составляет £120. ☐

13. Во многих телевизионных программах теперь используется сумятица быстро сменяющихся изображений. Вы находите это

a. интересным? ☐

b. раздражающим? ☐

c. забавным, но это отвлекает от основного содержания программы? ☐

14. Вы сидите один в своей комнате. Стоит полная тишина. Что Вы делаете?

a. начинаете размышлять о чем-либо ☐

b. ничего не делаете ☐

c. включаете музыку ☐

d. начинаете испытывать беспокойство. ☐

15. Во время дневных мечтаний Вы когда-нибудь представляете себя совсем другим человеком?

a. Часто ☐

b. почти никогда ☐

глава 5.

с. достаточно часто, чтобы понять, что Ваше подсознание пытается что-то подсказать Вам ☐

d. никогда ☐.

16. Вам предлагают £100, если Вы

a. будете вести машину с превышением установленной скорости ☐

b. разденетесь догола перед группой Ваших друзей ☐

c. разобьете окно, замена которого обойдется в £20 ☐

d. выпьете 12 пинт пива или три бутылки вина за 2 часа. ☐

Какие из этих предложений Вы примете? Какое из них наиболее трудное?

17. Двое Ваших друзей открывают Вам, что они иногда играют, притворяясь, что один из партнеров является совсем другим человеком. Это оживляет их сексуальные отношения. Например, Кэтрин называет себя Энджи. Какое из следующих утверждений наиболее близко отражает Ваши мысли по этому поводу?

a. это слишком странно и наводит на мысль, что с нормальными сексуальными отношениями у них паршиво ☐

b. Вы надеетесь, что Ваш партнер тоже захочет попробовать эту игру ☐

c. теоретически звучит забавно, а на практике выглядит довольно глупо. ☐

18. Вы считаете, что беспокойство охватывает Вас

a. редко? ☐

b. часто? ☐

c. только, когда на это есть веская причина? ☐

19. Ваша компания намерена покончить с мелким воровством. Сотрудников просят заполнить анкету и признаться, если они когда-нибудь воровали у компании разные мелочи, такие как канцелярские принадлежности. Как Вы поступите?

a. скажете правду и признаетесь, что иногда делали это

- b. скажете правду, что никогда этого не делали
- c. откажетесь отвечать, заявив, что это нарушение гражданских прав
- d. будете беспокоиться, потому что украли несколько канцелярских принадлежностей за последние 6 месяцев и решили солгать.

20. Ваш приятель возвращается из Африки, где он провел отпуск, и рассказывает, что им пришлось там есть верблюжатины. Какое из следующих утверждений наиболее близко описывает Вашу реакцию?

- a. Вам совершенно неприемлемо подобное варварство
- b. а, может быть, им и верблюжье дерьмо пришлось есть?
- c. звучит отвратительно, но разве Вам самому не приходилось испытать в жизни несколько отвратительных моментов?
- d. Вы немедленно позвоните в универсам Napods и узнаете, нет ли у них в продаже верблюжатины.

21. Вы получили неожиданное наследство от дядюшки. Прежде чем решить, что с ним делать, станете ли Вы обсуждать этот вопрос

- a. с менеджером Вашего банка?
- b. с Вашим партнером?
- c. ни с кем?
- d. с астрологом – ведь это неожиданно свалившиеся деньги.

22. Вы сочтете это наследство

- a. подарком небес
- b. разочарованием, поскольку ожидали большего
- c. первым взносом для передачи по наследству Вашим детям
- d. беспокойной обязанностью.

23. Перечислите Ваши любимые виды спорта.

24. Сколькими видами спорта из перечисленных Вы занимаетесь

Глава 5.

сами и как часто?

- 25.** Вы на отдыхе, а в конце пляжа находится казино. Вы
- a. будете ходить туда каждый вечер?
 - b. сходите один раз за весь отпуск, чтобы посмотреть, что это такое?
 - c. решите рискнуть £200, что соответствует Вашему двухдневному заработку, но будете строго соблюдать правило, проиграв эти деньги, больше не играть?
 - d. никогда туда не пойдете?
- 26.** В процессе игры Ваши £200 превратились в £1000. Вы
- a. положите их в банк?
 - b. решите продолжать игру в надежде выиграть еще больше?
 - c. положите в банк £500, а на остальные £500 будете продолжать игру?
 - d. купите себе что-нибудь экстравагантно, о чем Вы всегда мечтали?
- 27.** Вы прочитали в газете о том, что работники Сити получают огромные премиальные. Вы
- a. будете им завидовать?
 - b. задумаетесь о стрессе, в котором они работают, и непродолжительности их жизни?
 - c. решите, что деньги менее важны, чем удовлетворение от работы?
- 28.** На Ваш компьютер пришло конфиденциальное электронное письмо, адресованное другому человеку. Вы
- a. сохраните его для себя?
 - b. переждете денек, а затем скажете своему боссу, что оно оказалось на Вашем компьютере?
 - c. скопируете его на дискету, а затем удалите с жесткого диска Вашего компьютера?

- 29.** Сколько раз в час, работая за компьютером, Вы посматриваете в окно?

Если точно не знаете, ответьте приблизительно, или, если хотите, попросите Вашего приятеля или партнера понаблюдать за Вами и подсчитать.

- 30.** Суббота, 6 часов вечера. Какое из следующих утверждений типично для Вашей социальной жизни?

- a. Вы заранее спланировали свой отдых
- b. Вы не имеете понятия, чем будете заниматься. Обычно Вы решаете это в самый последний момент
- c. особых планов нет, потому что всегда одно и то же – ближайший паб.

- 31.** Какая из нижеследующих оценок походит Вам?

- a. как правило уверен в себе
- b. почти никогда не уверен в себе
- c. знаю, что могу "завестись", если считаю что-либо правильным, но постараюсь взять себя в руки.

- 32.** В сравнении с другими людьми считаете ли Вы себя

- a. менее подверженным беспокойству? ☐
- b. умеренно подверженным беспокойству? ☐
- c. более подверженным беспокойству? ☐

- 33.** В сравнении с другими людьми считаете ли Вы себя

- a. немного отшельником? ☐
- b. общительным человеком? ☐
- c. достаточно общительным, если люди не производят опутывающего впечатления? ☐

- 34.** В сравнении с другими людьми считаете ли Вы себя

- a. импульсивным? ☐
- b. человеком, хорошо просчитывающим риск? ☐
- c. осторожным? ☐

Глава 5.

d. чрезмерно осторожным? ☐

35. Какое из следующих утверждений наиболее близко отражает Ваши ощущения?

a. мне нравится принимать самостоятельные решения ☐

b. для меня мучительно принимать решения о моем будущем ☐

c. я всегда обсуждаю решения с партнером, но в конечном итоге принимаю их сам. ☐

36. Ваш друг/подруга неожиданно устраивают для Вас торжественный обед.

a. Вам это понравится? ☐

b. Вы будете застигнуты врасплох, но затем подхватите эту идею? ☐

c. Пожалеете, что Вас не предупредили заранее, ведь они должны знать, что Вы ненавидите сурпризы? ☐

d. Пожалеете, что не оделись соответственно для такого случая? ☐

37. Какое из следующих утверждений наиболее точно отражает Вашу точку зрения?

a. поскольку я взрослый, то должен серьезно относиться к своим обязанностям ☐

b. в душе я часто ощущаю себя десятилетним ребенком ☐

c. люди, не умеющие "выпускать пар" и веселиться, несчастливы. ☐

38. Какое из следующих утверждений наиболее точно отражает Вашу точку зрения?

a. я не люблю оказывать влияние на решения других людей, поскольку это возлагает на меня большую ответственность ☐

b. я могу дать хороший совет, но только по некоторым вопросам, в которых имею большой опыт ☐

c. мне нравится оказывать влияние на решения других людей. ☐

39. Какое из следующих утверждений отражает Ваши ощущения наиболее правильно?

a. Гораздо лучше все спланировать заранее ☐

b. Я люблю импровизировать ☐

c. Иногда мне нравится принимать решения по ходу дела, но не часто. ☐

40. Какое из следующих утверждений наиболее точно отражает Вашу точку зрения?

a. я предпочитаю ситуации, в которых могу выступить лидером

b. я могу выступить лидером в некоторых ситуациях, но в этом случае должен быть уверен, что это не приведет к конфликту с другими людьми

c. я предпочитаю не выделяться из толпы.

41. Финансовый риск не вызывает у меня беспокойства до тех пор, пока...

a. потенциальная выгода остается высокой – более 20% ☐

b. есть возможность оставаться хорошо информированным о текущих рисках ☐

c. мой гороскоп обещает мне удачный период ☐

d. я знаю, что другие люди идут на такой риск. ☐

42. Какое из этих утверждений наиболее точно отражает Вашу точку зрения?

Как Вы относитесь к проведению выходных дней исключительно в развлечениях без всякой работы?

a. Я так и стараюсь делать каждые выходные ☐

b. Меня беспокоит, если я не могу показать, что провел время с выгодой ☐

c. Иногда очень здорово сбежать от всех дел, но делать это часто непозволительно. ☐

43. Какое из следующих утверждений наиболее подходит Вам?

a. я часто чувствую, что ничего не могу сделать

Глава 5.

b. меня пугает необходимость предпринимать какие-либо действия

c. я предпочитаю принять решение.

44. Вы оказались на свидании. Вы не очень уверены, что тот/та, с кем Вы встречаетесь, хочет Вашего поцелуя.

a. Вы все равно попытаетесь поцеловать ☐

b. Вы никогда этого не сделаете, пока не будете полностью уверены, что этого хотят ☐

c. С нервным смешком Вы скажете, что не уверены, хотят ли Вашего поцелуя, поэтому, соблюдая политическую корректность, Вы решили, что мудрее будет спросить об этом. ☐

45. Какое из следующих утверждений наиболее точно соответствует Вашим взглядам?

a. финансовая безопасность для меня очень важна

b. на все случаи план не составишь

c. мне нравится идея финансовой безопасности, но я пока не собираюсь отказываться от развлечений только из-за того, какой будет моя пенсия.

46. Вы получили информацию, что компания, в которой Вы работаете, только что заключила сделку с Microsoft, в результате которой акции компании сильно вырастут в цене. Вы являетесь банкиром, юрисконсультom, брокером или бухгалтером компании и понимаете, что они поступили достаточно глупо, предоставив Вам эту конфиденциальную информацию. Вы

a. инвестируете в акции компании £1000?

b. будете опасаться обвинений в инсайдерском трейдинге?

c. возьмете индивидуальный кредит на £10000 и полностью используете его на покупку акций компании?

47. Вы когда-нибудь совершали один из нижеприведенных поступков?

a. списывали на экзамене

b. обманывали партнера

с. писали неправду в анкете.

48. Какое из следующих утверждений наиболее точно отражает Ваше отношение?

а. я часто жалею, что не могу свалить решение вопроса на кого-нибудь другого

б. я никогда не хочу, чтобы кто-либо говорил мне что делать

с. все зависит от конкретной ситуации.

49. Вы ответили на эти вопросы

а. после прочтения главы?

б. до прочтения главы?

с. взглянув на вопросник, но после прочтения главы?

д. начав читать главу, но затем решив ознакомиться с вопросником?

50. Некто предлагает Вам и ряду других людей вложить по £1000 для начала отдельного от основного занятия бизнеса.

а. Вы хватаетесь за это предложение, если считаете идею хорошей

б. даже не будете рассматривать это предложение, поскольку знаете, что большинство подобных начинаний проваливается

с. не хотите показать, что эта идея Вас взволновала, поэтому ответите, что Вам нужно время, чтобы ее обдумать.

51. На что из нижеуказанного Вы предпочтете истратить £40?

а. два билета на концерт

б. обед из четырех блюд в 5-звездочном ресторане

с. полет на воздушном шаре, с которого открывается прекрасная панорама Лондона.

52. На что из нижеуказанного Вы предпочтете истратить £500?

а. поездку в Париж

б. дополнительный взнос на Ваш счет в строительном обществе

с. оплату задолженности по кредитной карте, на которую

Глава 5.

начисляется 20%

d. покупку акций по хорошей подсказке.

Ответы даны на стр. 207. Отношение к риску является частью основы нашей психологической сущности, но мы не всегда представляем, какое оно на самом деле. Не так легко быть уверенным в том, что мы можем изменить свое отношение к риску, но для этого необходимо следовать выводам, сделанным в работе Юландера. Безусловно, читателям необходимо знать как можно больше о своем отношении к риску. Одной из задач психотерапии Фрейд считал необходимость сделать подсознательное сознательным. Посмотрите на свои результаты и увидите, что они говорят о Вашей личности.

Ответы на тест по отношению к риску:

(С = склонность к конформизму; Р = склонность к властолюбию и доминированию; RA = неприятие риска; подробности даны на стр. 211).

1. a1 b1 c3
2. a3 b2 c1 плюс RA d1
3. a2 b3 c2
4. a1 b3 c2 плюс RA
5. a1 плюс RA b2 c3
6. a3 b2 c1 плюс RA
7. a3 b2 c1
8. a3 b2 c1
9. a2 b1 c3
10. a1 плюс RA b2 c2 d3
11. a1 b3
12. a1 b2 c3 d2
13. a3 b1 c2
14. a2 b1 c2 d3
15. a3 b1 c2 d1
16. a3 b3 c3 d3 — каждый из этих ответов отражает высокий риск.
17. a1 b3 c2
18. a2 b3 c2
19. a2 b1 c2 d3
20. a1 плюс RA b1 c2 d3
21. a1 b1 c3 d3
22. a3 b2 c3 d3
23. Здесь Вам придется положиться на официальные мнения.

Глава 5.

Некоторые виды спорта определению являются высокорискованными. К ним относятся лыжи, водные лыжи, мотогонки, автогонки на любых типах автомобилей, дельтапланеризм, парашютизм, альпинизм, ныряние под воду, спелеология, полеты на легких самолетах, планеризм, марафон, роликовые коньки в любых формах. Добавьте 3 балла за каждый из этих видов спорта. Я не претендую на то, что мой список исчерпывающий. Поэтому пользуйтесь здравым смыслом.

24. Добавьте 3 балла за каждый вид спорта, которым Вы занимаетесь регулярно.
25. a 3 b 2 c 2 d 1
26. a 2 b 3 c 2 d 2 плюс RA
27. a 3 b 1 c 2
28. a 2 b 1 c 3
29. Чем больше у Вас баллов, тем чаще Вы поглядываете в окно и тем выше у Вас предрасположенность к поиску развлечений.
30. a 1 b 3 c 1
31. a 2 b 1 c 3
32. a 3 b 2 c 1
33. a 1 b 3 c 2
34. a 3 b 3 c 1 d 1 плюс RA
35. a 3 b 1 c 2
36. a 3 b 2 c 1 d 2
37. a 1 b 3 c 2
38. a 1 – по существу, это обманный вопрос, но если Вы выбрали ответ "с", добавьте себе "Р", поскольку этот ответ предполагает склонность к властолюбию.
39. a 1 b 3 c 2
40. a 3 b 2 c 1 – если Вы выбрали вариант ответа "с", добавьте себе "С".

Психология риска и людей, идущих на риск

41. a 3 b 2 c 3 d 2 – если Вы выбрали вариант ответа "d", добавьте себе "С".
42. a 2 b 1 c 2
43. a 1 b 1 c 3
44. a 3 b 1 c 2
45. a 1 плюс RA b 3 c 2
46. a 2 b 1 c 3
47. Добавьте 3 балла за ответы "а" и "b", добавьте 2 балла за ответ "с", если, конечно, Вы соврали, отвечая на этот вопросник, что было бы глупостью, поскольку он предназначен исключительно для Вашего пользования и является инструментом для оказания помощи самому себе.
48. Добавьте "С" за ответ "а" и "Р" за ответ "d". Два других вопроса не имеют значения.
49. a 1 b 3 c 2 d 2
50. a 3 b 1 c 2
51. a 1 b 1 c 3
52. a 2 b 1 c 1 d 3

Данный вопросник предназначен для изучения отношения к риску. Чтобы помешать тем, кто отвечает на него после подробного ознакомления с этой темой, я включил в тест вопросы, направленные на определение степени конформизма и стремления к доминированию. Ответы, помеченные буквой "С", указывают на склонность к конформизму, а ответы, помеченные буквой "Р", говорят о склонности к получению власти и доминированию.

Максимальное количество баллов не установлено. Если во всех вопросах Вы выбрали высокорискованный вариант ответа и занимаетесь двумя видами спорта с высокой степенью риска (см. вопрос 23), Вы наберете 165 баллов. Тем не менее, теоретически, кто-нибудь может увлекаться одновременно роликовыми коньками, водными лыжами, планеризмом и тому подобными высокорискованными видами спорта, каждый из которых оценивается в 3 балла, и тогда общая сумма баллов вполне может

Глава 5.

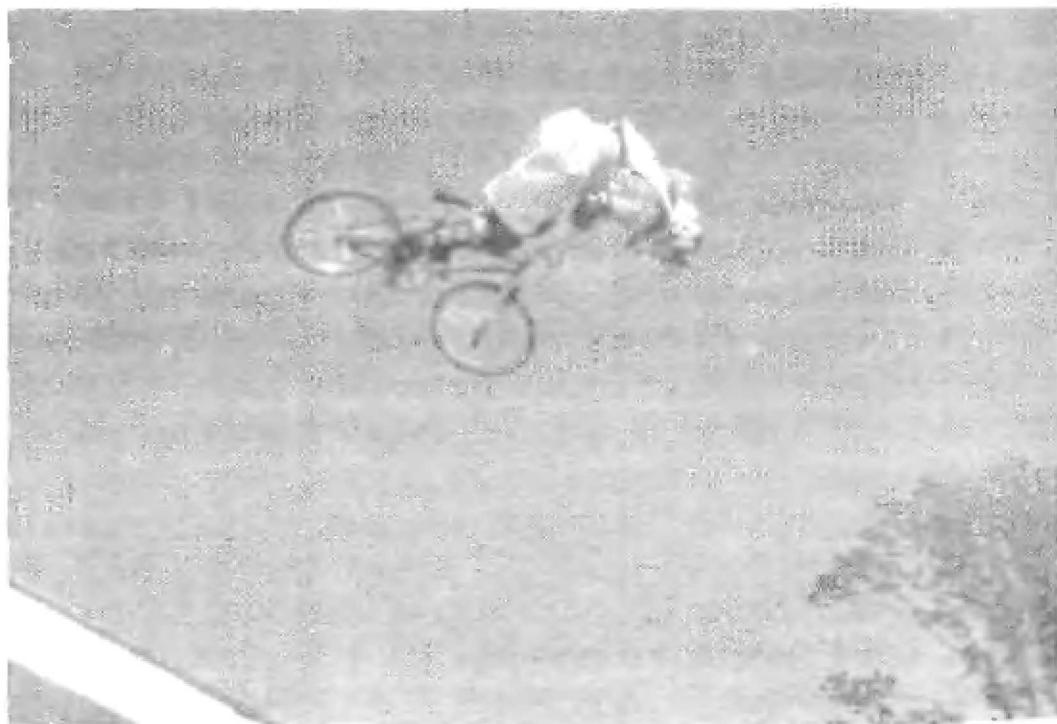
перейти за 200.

Чем больше баллов Вы набрали, тем на больший риск Вы способны пойти.

Если Вы набрали больше 130 баллов, Вам нравится риск, и Вы хорошо его переносите. Но это не обязательно положительный факт, поскольку он может указывать на предрасположенность к позитивной оценке ситуаций, которые являются ни чем иным, как обыкновенной азартной игрой. Тем, кто набрал больше 160 баллов, я настоятельно рекомендую сделать глубокий вдох, затем паузу и спросить себя, почему вам нравится столь высокорискованный стиль жизни. Ведь инвестиционные решения не обязательно должны приниматься лишь людьми авантюрного склада.

Те, кто набрал от 110 до 130 баллов, довольно уютно чувствуют себя в условиях риска, и, пожалуй, обладают достаточно сбалансированным отношением к риску.

Набравшие от 85 до 110 баллов, являются осторожными людьми, и рискованные сделки вызывают у них беспокойство.



Если Вы не приемлете риск и желаете изменить это, представьте, что это Вы в полете!

Если Вы набрали еще меньше баллов, вероятно, Вы не приемлете риска. Вам следует посчитать, по скольким ответам Вы получили "RA", поскольку это означает "Неприятие Риска". Если таких оценок больше 3, можете быть уверены, что финансовые риски являются для Вас довольно проблематичным делом.

Вопросник может рассказать Вам о Вашем характере. Правильных или неправильных ответов нет. Если Вы чувствуете, что слишком осторожны или слишком склонны к риску, то что Вам следует делать, если Вы желаете изменить свое отношение к этому вопросу?

Это сложный вопрос, и чудодейственных решений не существует. Во-первых, не делайте ничего впопыхах. Поговорите о полученных результатах с Вашим партнером и/или близкими друзьями. Согласны ли они с полученными результатами? Действительно ли они считают Вас именно таким?

Осторожным людям обычно легче немного изменить свой подход к инвестициям, мысленно представив и проиграв в теории, как они будут воспринимать более высокий риск. Следующим шагом может стать тщательный анализ динамики акций или показателей паевых инвестиционных фондов. потому что у многих людей страх перед риском возникает от страха перед неизвестностью. Вы можете начать понимать мир финансовых рисков и его устройство, и тем самым изменить свои инвестиционные привычки. Это рациональный ответ на вопрос, являющийся частью эмоциональных проблем, но в рациональном подходе к его решению нет ничего ошибочного. Осторожность в обращении с деньгами – это скорее выработанная привычка, а не фобия.

В более проблематичной ситуации находятся те, кто влюблен в риск. У них с изменением поведения может возникнуть больше проблем, потому что имеющиеся данные позволяют предположить, что пристрастие к азартным играм имеет по-настоящему глубокие психологические корни, а лечение дает очень разнонаправленные результаты.

Тем не менее, скрупулезные традиции британского брокерского бизнеса предлагают один вариант решения этой проблемы, требующий лишь разового усилия в отношении

Глава 5.

самодисциплины. Вы можете, в особенности если Ваши действия привели к потере денег на рискованных инвестициях, подумать о передаче Вашего портфеля в управление брокеру, наделив его полномочиями проводить сделки от Вашего имени, но более осторожно. Вам всего лишь потребуется заставить себя не играть на фондовом рынке то время, которое будет необходимо для подписания такого поручения. Как видно из этой книги, я не являюсь большим поклонником брокеров, но в этом случае они все же могут сыграть терапевтическую роль, для которой некоторые из них представляются вполне пригодными.

Если Вы отметили более 20 ответов, которые могли быть совсем иными 5 лет назад, в Вашей жизни явно происходили хорошие или плохие перемены, и Вам следует обратить особое внимание на те из них, которые сделали Вас более склонным к риску.

А финансовые организации продолжают соблазнять инвесторов хитроумными и, казалось бы, не такими рискованными рисками. Даже самым мелким шрифтом нигде не предупреждают, что "такая-то сделка может привести к потере 90% вложений или даже всех денег". Сегодня британские аналитики и комиссионеры рекламируют вечурные фонды, предлагающие мелким инвесторам возможность вложиться в иовые компании на Начальных этапах их деятельности. Эти фонды позволяют также получить льготный режим налогообложения.

Раньше только богатые или очень опытные инвесторы могли выискивать такие возможности. Сегодня эти риски дробятся на части и предлагаются обычным инвесторам. Внимание, внимание, дамы и господа, предлагается прескрасный свежий риск, купив который вы ничего не потеряете..., кроме, как это всегда бывало, своих штанов, не говоря уже о резинках, на которых они держатся, и особенно, если вы не знаете свой профиль риска.

Глава 6. На грани краха или секреты брокерского дела

В предыдущей главе мы ознакомились с опасностями иллюзии контроля. Но биржевые брокеры часто действительно контролируют деньги других людей. Пол О'Доннелл из Brewin Dolphin говорил мне, что распоряжаться дискреционным брокерским счетом – истинное удовольствие. При управлении таким счетом после определения основной стратегии брокер имеет свободу принятия решений и не обязан спрашивать разрешения клиента на конкретные сделки. Хью Пристли с любовью отзывается о частных клиентах, главной чертой характера которых является инертность. Инертные люди обычно не проявляют страха или алчности. Я не хочу сказать, что О'Доннелл или Пристли извлекают выгоду из этой ситуации, но оба работают в Сити так давно, что им это не кажется чем-то необычным.

Такие специалисты, как Роберт Хауген (Robert Haugen, 1996), сравнивают отношения между брокером и клиентом с отношениями между доктором и пациентом. Конечно, никакой пациент никогда не отдаст свое тело в полное распоряжение врачей, и в 1980-х и 1990-х врачи даже критиковали за несоответствующее обращение с клиентами во время общения с ними. Тем не менее, в полное распоряжение брокерам люди доверяют огромные суммы денег. Управление деньгами других людей, несомненно, является старейшей традицией Сити. Но с позиций психологии никто никогда не затрагивал вопроса некомпетентности многих брокеров и не обсуждал связанные с этим проблемы или психологические последствия. Том Бассо (Basso, 1994), и мы увидим это дальше, пишет о своих клиентах так, будто все они являются несчастными неудачниками, и их убогие финансовые привычки нужно лечить. Вот уж, действительно, брокер – эскулап!

А в лапы этих эскулапов попадают все более значительные

Глава 6.

суммы денег. Один брокер из Ливерпуля, пожелавший сохранить инкогнито, рассказал мне, что у него на рабочем столе до сих пор лежит книга учета комиссионных за 1959 год. Тогда нормальной считалась сделка на 200 фунтов. "В те времена сделка на 1000 фунтов считалась очень солидной. А сегодня 10 тысяч фунтов – мелочь. Более-менее нормальной считается сделка на 20 тысяч фунтов". Пол О'Доннелл из Brewin Dolphin считает, что для начала операций на фондовом рынке желательно иметь 50 тысяч фунтов.

Тем не менее, многие брокеры беспокоятся о своем будущем. Это является следствием перегрузок, испытываемых многими работниками Сити, а Хью Пристли, директор по инвестициям фирмы Rathbone, рассказал мне, что недавно он был на одной конференции, где директор Мальборо Колледж сообщил, что они приглашают преподавать работников Сити, поскольку многие выпускники колледжа больше не хотят работать в этой сфере. Для многих из них Сквер-Майл оказалась вымощенной страхом, а не золотом.

Все эти опасения вполне понятны, если вспомнить имеющиеся свидетельства о профессиональной подготовке брокеров и их взаимоотношениях с клиентами. В наши дни работа брокеров изучается гораздо интенсивней, чем когда-либо ранее. Особенно на этом настаивают пенсионные фонды. Эти исследования стали охватывать оптимизм брокеров, их плохие показатели в выборе акций, их реакцию на конфликт интересов и некоторые аспекты их индивидуальных особенностей. Проведенные мной интервью тоже дают некоторое представление об отношении брокеров к выбору акций, а их размышления на эту тему интересны в психологическом плане.

Традиции Сити не только колоритны, но и помогают брокерам укреплять их статус и могущество. Эти традиции позволяют брокерам делать вид, что существующая более 250 лет практика передачи вполне здравомыслящими людьми прав на управление своими финансами посторонним людям является нормальной, если, конечно, это право передается не каким-то незнакомцам, а, по крайней мере, людям со здравым смыслом.

Нелепость этого положения стала мне особенно очевидной в марте 1999 года во время обеда с Марком Сэндерсом,

На грани краха или секреты брокерского дела

художественным редактором крутой кинокомедии *Dazed and Confused* ("Под кайфом в смятении"). Фондовый рынок забавляет Марка. Два его приятеля по колледжу искусств пошли работать брокерами. Одному пришлось быстренько уйти, когда он явился на службу с перепачканным кокаином лицом. Второй регулярно сшибал премии по 400 тысяч фунтов, но у него выработались причудливые сексуальные привычки. Например, его 400-тысячфунтовый член был способен на секс только в длиннющем белом лимузине. Но, по словам Марка, пока он делал деньги, никого это не волновало.

В 1980-х годах приятели Марка не вызвали бы большого любопытства. Как сказал мне Пол О'Доннелл из Brewin Dolphin: "В те времена мужские туалеты были известны как места, где можно было купить и употребить наркотик, и ни для кого это не было секретом". Возможно, для работников Сити это секретом не было, вот только начинаешь задумываться, какие чувства обуяли бы клиентов, узнай они, что доверили свои деньги известной фирме "Героиньч и Кокаиньч". Большинство клиентов, наверное, считали, что их деньги находятся в руках брокеров старой, классической английской школы, с респектабельными зонтиками в холеных руках, самой дурной привычкой которых могло быть лишь пристрастие к солодовому виски "Гленфиддиш"!

Традиционный брокер процветал с середины XIX века до "Большого Рывка" 1929 года. Связи в обществе имели большое значение. Выуживать комиссионные было легко, а клиенты были богаты. В книге *The City* ("Сити") Пол Феррис (Paul Ferris, 1961) описывает неизменно консервативный мир, в котором вальсируют джентльмены в галстуках цветов британских привилегированных школ и военные со шпагами. Однако, контроль над клиентами был также одной из черт того мира. Обычными были длинные ленчи с обильными возлияниями. Порой совладельцы крупных брокерских домов падали мертвецки пьяными в пивных Сити, и им позволялось вздремнуть, пока не выветрится хмель. Никто особо не возражал, если они не появлялись в конторе во второй половине дня. Финансы были забавой привилегированных.

Мэтью Опп, управляющий директор компании Killik & Co., рассказал мне, что в 1970-х годах, когда он начал работать в Сити, "Найти биржевого брокера было невозможно. Вы могли унаследовать

Глава 6.

его от своих родителей или познакомиться с кем-нибудь в Оксфорде или Кембридже, кто впоследствии стал брокером, или случайно встретиться с одним из них на каком-нибудь приеме". Опп вспоминает робких военных в высоких званиях, просивших его стать их брокером и извинявшихся за то, что они могут инвестировать всего 300 тысяч. "Обычно я отвечал им, что нам, возможно, удастся пристроить их деньги", – улыбнулся Опп. Чтобы разбогатеть на инвестировании, нужно было быть богатым. Рынок был не для простых людей. Те со своими деньгами годились только для депозитов в почтовых отделениях. Опп обозначил одну очень важную психологическую истину – брокеры имеют власть над своими клиентами.

Психологи знают, что для осуществления контроля огромное значение имеет обстановка, в которой вы работаете и принимаете клиентов. Во время сбора материала для этой книги в фирме Cazenove (основана в 1792 г.) я был встречен двумя безукоризненно выглядевшими мужчинами, одетыми как дворецкие. Мне пришлось сдерживать себя, чтобы не назвать их Дживс. В офисе Brewin Dolphin я восхищался выставленными на всеобщее обозрение заполненными каллиграфическим почерком grossбухами, которые использовались еще при жизни Диккенса. Пол О'Доннелл рассказал мне, что они проследили историю фирмы до 1749 года и биржевого маклера по имени Альфред Брюин, поэтому Cazenove по сравнению с ними младенец. Фирма Rathbone, находящаяся на Нью Бонд-стрит, заявляет, что она даже старше фирмы Brewin. Ее основал купец из Ливерпуля Уильям Рэтбоун II. Его grossбух за 1742 год древнее документов Brewin на 7 лет. Даже более поздняя выскочка, Ramage Gordon, основанная в 1876 году, выставила на обозрение свои исторические реликвии – вырезку из газеты *Times* за 1876 год, в которой говорится об учреждении фирмы господином Х. Панмура Гордоном, письмо, датированное 1880-ми годами с предложением немногим избранным клиентам облигаций китайского правительства, а также красный кожаный ящик, использовавшийся для хранения официальных бумаг членов английского правительства, в котором содержатся другие вырезки из газет XIX века.

Подобные выставки антиквариата возвещают о прочности этих фирм. Если вы являетесь их клиентом, то должны ощущать свою

На грани краха или сократы брокерского дела

привилегированность. До 1986 года большинство брокерских фирм старались наращивать приличествующий джентльмену имидж. Они были не компаниями с ограниченной ответственностью, а товариществами. Важные клиенты общались с конкретным совладельцем фирмы. Компаньоны сообща владели компанией и имели свою долю прибыли. Яну Фрэнсису, очень энергичному мужчине, было чуть больше 20 лет, когда он начал работать в компании Phillips & Drew. Ежегодное сообщение о продажах кого-либо из сотрудников компании в компаньоны было важнейшим событием в фирме.

"В 1985 году мы чувствовали, что что-то назревает", – рассказывал мне Фрэнсис. "В фирме было пять или шесть человек, показавших очень хорошие результаты, и по заведенному порядку они должны были выйти в младшие компаньоны, но когда младшим компаньоном стал только один из них, мы поняли, что что-то не так". На следующий год совладельцы компании продали ее Union de Banque Suisse.

Сейчас Фрэнсис возглавляет отдел конвертируемых облигаций в фирме West LB Panmure. Он скучает по временам товариществ. "Человек приходил в компанию, работал до изнеможения в течение 10 лет, и если у него были хорошие результаты, он мог надеяться стать компаньоном". Товарищество обеспечивало не только возможность заработать больше денег, но также серьезный статус. В 1986 и 1996 годах Goldman Sachs рассматривала вопрос смены формы собственности на акционерное общество открытого типа, но совладельцев компании останавливало то, что им пришлось бы смотреть в глаза людям, потратившим годы жизни, прокладывая упорным трудом путь наверх, а теперь они должны были услышать, что никогда не смогут стать компаньонами. Goldman Sachs все же стала акционерным обществом.

По мнению Фрэнсиса, переход от товарищества на другие формы собственности означает, что временной горизонт – этот любимый термин Сити – сократился. Как разъяснил мне Фрэнсис, это вовсе не означает, что "преданность больше ничего не значит, просто люди стали концентрировать усилия на немедленном вознаграждении. На практике это может приводить к конфликтам интересов в процессе зарабатывания денег для клиентов и для своей

Глава 6.

фирмы". По его мнению, брокеры сталкиваются с подобными конфликтами интересов гораздо чаще, чем они признают этот факт, поскольку это не понравилось бы инвесторам.

Сегодня всем заправляют такие конгломераты, как Merrill Lynch и Goldman Sachs, и они используют значительно менее тонченные способы, чтобы произвести впечатление на клиентов. В руках этих конгломератов сконцентрирована такая мощь, какой они никогда не имели в прежние времена. Они могут выступать маркет-мейкерами, продавать акции, предоставлять брокерское обслуживание, консультировать по сделкам слияния, управлять пенсионными и инвестиционными фондами, а также предлагать такое разнообразие форм участия в паевых инвестиционных фондах, в котором можно просто запутаться. Между этими сферами деятельности установлены так называемые "китайские стены", означающие, что эти функции разделены во избежание злоупотреблений, и за этим разделением следят соответствующие государственные чиновники. Это называется оказанием "комплексных услуг". Однако, такое комплексное обслуживание может оказаться не лучшим видом сервиса. Аналитические исследования, проведенные недавно в Америке, показывают наличие серьезного конфликта интересов между брокерами и их клиентами, поскольку брокеры находятся под постоянным давлением необходимости зарабатывать деньги для своих организаций, даже если для этого приходится, к примеру, давать своим клиентам неправильные рекомендации.

Одной из профессиональных способностей брокеров было их умение находить интересные акции, которые большинству казались неперспективными. А сегодня, хотя все еще есть много мелких компаний, имеющих хороший потенциал роста, большинство придерживается мнения, что самым безопасным способом делать деньги является отнесение большинства бумаг рынка акций к категории слишком мелких, слишком неопределенных и требующих слишком глубокого анализа. И зачем тогда нужен брокер и его экспертная оценка? Или он попадет под сокращение, как шахтеры Артура Скаржилла? Они долго боролись, чтобы их не заменили роботами, способными работать под землей, но проиграли. Но у брокеров есть огромное преимущество, поскольку большинство их

клиентов полагаются на прежние реалии и производят впечатление поразительно покладистых и лояльных людей.

Интернет породил абсолютно новый вид рыночного зверя – дневных трейдеров. Роджер Бйтс, менеджер гигантского фонда Invesco, сказал мне следующее: "Одной из реалий сегодняшнего времени являются так называемые дневные трейдеры, совершающие через Интернет до 500 сделок в день на минимальных движениях рынка. Они счастливы, когда получают 5 центов прибыли на акцию, и играют как сумасшедшие. Лично я не признаю такой бизнес". Однако, в Великобритании дневной трейдинг развивался медленнее, чем в Соединенных Штатах. Но сейчас он распространяется все шире, и многие компании, такие как P&O и British Airways, предлагают инвесторам возможности для проведения таких операций. Кто только не занимается этим видом трейдинга. Я познакомился с Чарльзом Джонсом, которому было около сорока лет. Джонс когда-то работал в ресторане, а затем решил попытать счастья в инвестировании. В разговоре со мной он утверждал, что зарабатывает гораздо больше денег, чем когда-либо раньше, но отказался открыть мне свой секрет. В начале января 2001 года он сказал мне: "Я играю на повышение". Он считал, что снижение акций высокотехнологичных компаний продлится недолго. Когда я спросил его, на чем основано его убеждение, он лишь многозначительно улыбнулся. У него была информация, природное чутье, интуиция, которых так не хватало нам.

Инертность клиентов

Теоретически, брокеры обязаны выдавать клиентам для их мотивации самые убедительные доказательства. Они постоянно общаются с клиентами, поэтому у нас есть все основания ожидать от них глубоких идей, объясняющих их цели. Однако, они, практически все до одного, говорили мне, что психология рынка очень проста: рынок приводится в движение алчностью и страхом. "Человеческая природа не изменилась", – говорил мне Пристли. Но вскоре я обнаружил один парадокс. Почему-то оказалось, что они и их клиенты не так уж предсказуемы и глупы, хотя, конечно, именно брокеры и их клиенты делают рынок.

Высказываний о том, что "алчность – это хорошее дело", вы не услышите. И вряд ли кто-либо даже так думает. Многие брокеры

Глава 6.

утверждают, что они предлагают исключительно индивидуальное обслуживание, заботятся о сохранении капитала, не подвергая его риску. Говоря о злых и алчных спекулянтах, они машут руками в таком ужасе, что их можно принять почти за марксистов.

Пол О'Доннелл из Brewin Dolphin продемонстрировал виртуозное "навешивание лапши на уши", подчеркивая разницу между биржевыми брокерами и инвестиционными фондами. "Они предоставляют продукт, а мы обеспечиваем сервис", – произнес он и улыбнулся, будто поняв, что это прозвучало как реклама.

Многие брокеры, включая Пола О'Доннелла, утверждают, что настоящее удовлетворение они получают от управления индивидуальными счетами. Счет может быть доверительным, когда брокер выполняет для клиента лишь функцию советника, а окончательное решение принимается самим клиентом, или дискреционным брокерским, когда брокер распоряжается им в интересах клиента и не обязан получать от клиента разрешение по каждой сделке. Брокеры отдают предпочтение дискреционным счетам.

В фирме Brewin Dolphin открыто 70 тысяч клиентских счетов и большинство из них дискреционные. "У моих клиентов размер счетов колеблется от 5 тысяч фунтов до 17,5 млн.", – рассказывал мне О'Доннелл. "Если у клиента нет 50 тысяч, я не рекомендую открывать счет для операций на фондовом рынке". О'Доннелл даже заявил следующее: "Мы не считаем свой бизнес сколачиванием состояний, скорее мы занимаемся сохранением состояний". Удивляет, что брокеры делят клиентов на подходящих долгосрочных инвесторов и отвратительных спекулянтов, выходящих на рынок исключительно за быстрой прибылью, но именно эту "лапшу" я выслушивал постоянно.

Пристли отозвался о клиентах еще более нелестно. "Частные клиенты обычно держатся за своего брокера до самой смерти. Я провожу время как приличествует джентльмену, присматривая за хорошо воспитанными инвесторами мужского и женского пола". С особым смаком Пристли говорит об отсутствии спешки с принятием решений, когда работаешь с индивидуальными клиентами или управляешь паевым инвестиционным фондом. "Здесь активность значительно менее бурная, чем при работе с пенсионными счетами".

На грани краха или секреты брокерского дела

"Нормальный частный клиент просто прелесть", — говорил мне Пристли. "Пока он вовремя получает чеки с дивидендами, а сами дивиденды соответствуют его ожиданиям, и со счетом все в порядке, клиент счастлив". Полная инертность. Это интересное дополнение к точке зрения, что рынок приводится в движение страхом и алчностью. Но эта точка зрения ни в коей мере не относится к центральной части Англии, обитатели которой довольствуются средними дивидендами на акции, считая это вполне нормальным. По словам Пристли, экспертам по инвестициям не стоило говорить людям, когда-то купившим акции Marks & Spencer по 89 пенсов, что компанию ожидает катастрофа, когда бумага перестала расти и стоила всего 340 пенсов. "Ведь многие инвесторы старшего возраста именно такие". И я понимаю, что Пристли прав, поскольку мать моего партнера держит именные свидетельства на акции в чулке и точно не знает, сколько и во что она вложила. В подтверждение этого говорит тот факт, что на ежегодное собрание акционеров Marks & Spencer в 1999 году, когда у компании был самый трудный период, из 307000 акционеров пришли всего 2600. Но и такое количество людей оказалось для компании неожиданностью, поэтому всем пришлось стоять. В 2000 году, когда цена акций компании опустилась ниже 300 пенсов, людей на собрание пришло немного больше.

Наилучшим частным клиентом (с точки зрения брокера) является человек нетребовательный и благодарный. А самыми плохими, в чем, однако, открыто признаются немногие брокеры, являются клиенты, постоянно висящие на телефоне, чтобы получить совет, просто поговорить, и фактически настаивающие на поддержании контактов и требующие от брокера информации об управлении своими капиталами гораздо чаще, а не раз в полгода.

Пенсионные фонды и давление необходимости работать на результат

Ранее я уже говорил о значимости закона Йеркса-Додсона, гласящего, что качество деятельности субъектов возрастает по мере увеличения интенсивности мотивации под некоторым давлением, испытываемым субъектом, но не слишком большим давлением. Во многих интервью брокеры, как и аналитики, говорили о стрессе, который они постоянно испытывают, находясь под давлением.

Глава 6.

Если говорить о брокерах, то наибольшему стрессу подобного рода подвергаются администраторы пенсионных счетов, опасаящиеся, что они подвергнутся критике, если их фонд покажет не очень хорошие результаты. Владельцы счетов грозят перевести их в другой фонд, если результаты окажутся не на высоте.

Пристли продемонстрировал на удивление убедительный йоркширский говор, подражая сердитому владельцу пенсионного счета, ворчащему, что "квартальные показатели его вложений по каучуку снизились по сравнению с прошлым годом на 3%, а общие показатели упали на 3,2%. И что вы собираетесь предпринять по этому поводу?" Хотя владельцы пенсионных счетов говорят, что их интересуют долгосрочные перспективы, на самом деле они ожидают чего-то в самом ближайшем времени. Или даже чего-нибудь еще.

По словам Пристли, он рад, что сумел уйти от такого постоянного давления. "Страховые фонды испытывают давление от необходимости показывать хорошие годовые результаты, а владельцы пенсионных счетов утверждают, что они ориентируются на показатели за три года, но на самом деле заводятся от квартальных итогов. В паевых инвестиционных фондах показатели оцениваются ежемесячно. Можно попасть в ситуацию, когда приходится что-то предпринимать, чтобы хорошо выглядеть на определенный короткий период". Он знает ряд таких случаев в недавнем прошлом, когда приходилось покупать акции телекоммуникационных компаний по двум причинам. Во-первых, если пенсионный фонд начнет придирается, всегда можно сказать, что эти акции покупают все. Во-вторых, акции телекоммуникационных очень хорошо росли. Однако, концентрируясь на быстрой удаче, менеджеры фондов и брокеры могут пропустить хорошие варианты на долгосрочную перспективу. Кэбот (Cabot, 1998) отмечал, что менеджеры фондов становятся особенно суетливыми к концу квартала, когда "они снимают все ограничители, включая ограничения по обороту портфеля ценных бумаг и ограничения по степени риска, чтобы добиться показателей на уровне роста индекса или даже превзойти его по своим показателям. Они также используют конец квартала для прихорашивания инвестиционного портфеля". И все это для того, чтобы показать более высокие результаты на то время, когда их будут сравнивать с другими.

На грани краха или секреты брокерского дела

Пристли считает, что тенденция увлечения крупными домами стратегией инвестирования в определенную компанию или так называемым "адресным инвестированием" является результатом боязни критики со стороны пенсионных фондов и их консультантов. Это реакция на давление, позволяющая отдельным брокерам избежать чувства ответственности за конечный результат. Инвестирование на основе коллегиального решения.

"Критикам не нравится, если Фонд А показывает рост на 20%, а Фонд Б снижение на 5%. Им нравятся движения в одном направлении. Поэтому, например, в фонде Schröders можно купить акции любых компаний розничной торговли продуктами питания, пока он ориентирован на Tesco", – сказал Пристли. Если уж крупные инвестиционные дома проводят определенную инвестиционную политику, обходящую стороной значительную часть рынка, они должны давать шанс мелкой рыбешке заходить на свою территорию и покидать ее.

Коснувшись подсознательной мотивации, которая, похоже, оказывает влияние на поведение инвесторов, и рассмотрев ряд методов, применяемых аналитиками, меня заинтересовало, как сами брокеры обосновывают свои стратегии отбора акций для инвестирования. Их объяснения вылились в смесь суждений, базирующихся на финансовой статистике и субъективных критериях. Переплетение этих факторов и различная степень оценки их важности отдельными брокерами представляют интерес в психологическом плане.

Клиенты "голубых кровей" инспектируют менеджмент

Компания Cazenove является наиболее эксклюзивной брокерской компанией в Сити. Среди частных клиентов компании Королева Великобритании.

Дэвид Мэйхью, сухопарый мужчина и один из старейших совладельцев компании, как и многие другие люди, с которыми я разговаривал, был озабочен тем фактом, что я психолог. Двое его детей изучали психологию в университете, "и они говорят, что знание психологии помогает им понимать мои поступки", – сказал Мэйхью с

Глава 6.

улыбкой.

Мэйхью гордится, что его компании удалось сохранить независимость в конкуренции с американскими компаниями. "Я думаю, это потому, что у нас нет притязаний на мировое господство. Мы считаем, что оказываем полезные услуги определенным клиентам".

Мэйхью консультирует корпоративных клиентов по вопросам инвестирования и сделкам слияния. Он твердо убежден, что главным вопросом для принятия решения об инвестировании или отказе от инвестирования в какую-либо компанию является оценка ее руководства. Я задал ему вопрос о методах оценки качества руководства компании, но Мэйхью не смог назвать определенной системы или научного подхода. "Я действительно не знаю, как это получается. Мои суждения возникают на основе ощущений, полученных в различных ситуациях. В некоторых ситуациях, таких как конкурентная борьба за поглощение, случается, что ты сходишься с людьми очень близко". Опыт Мэйхью позволял ему делать логические выводы. Все заключалось в знании людей, их послужного списка. Более конкретного он ничего не сказал.

Меня удивило, что Мэйхью даже не пытался объяснить, каким образом следует оценивать менеджмент компании, возможно, потому что ему это казалось таким старомодным подходом, а он, несмотря на свой возраст, был большим приверженцем новейших технологий. Этот брокер обожал свой карманный дисплей, обеспечивавший ему постоянный доступ к информации о всех сделках на всех биржах мира. Но его рассуждения об оценке менеджмента были так же туманны, как рассуждения Ленхоффа о роли настроений.

Мэйхью добавил, что ему будет не хватать общения с молодыми коллегами по работе, когда он выйдет на пенсию, и он будет скучать по "духу соперничества, присущему этому бизнесу". "Здесь необходима большая агрессивность", – сказал он с улыбкой, и этот честный самоанализ обнажил ряд реалий, скрывавшихся за традициями.

В конце 2000 года компания Cazenove объявила, что в 2002 году станет акционерной компанией, и это еще один признак изменений, происходящих в Сити. Компания, долгие годы

существовавшая в форме товарищества, была вынуждена пойти на это, поскольку это был единственный способ привлечь деньги, необходимые для развития бизнеса и сохранения коллектива.

Несбалансированные рынки

Всю свою карьеру в Сити Чарльз Кларк проработал в компании West LB Panmure. Он человек энергичный, постоянно оценивающий свои действия, и гордится тем, что имеет свою точку зрения. В его управлении около 250 миллионов фунтов наличных средств и небольшой паевой инвестиционный фонд. Кларк очень охотно объяснял свою философию. "Я не ограничиваюсь одними акциями. Мне нравится представлять себя трехмерным инвестором, вложившим деньги в акции, облигации и валюту". Особенно он известен тем, что управляет вложениями ряда очень состоятельных людей, передавших ему в управление более 50 миллионов фунтов каждый. Его клиенты обращаются к нему по устной рекомендации. "Меня рекомендуют. У меня хороший послужной список".

"Встречаюсь я с клиентами нечасто, – говорит Кларк, – да и разговариваю с ними редко. Я работаю по их поручениям. Раз в год проводится собрание. Они очень умные люди и часто подают мне хорошие идеи". Кларк считает, что это дает ему необыкновенную (за что он благодарен) степень свободы придерживаться своего собственного выбора. Один клиент передал ему в управление 17 миллионов фунтов, а разговаривают они всего несколько раз в год.

Кларк гордится тем, что разработал свою собственную философию инвестирования. После службы в армии, во время которой он побывал в Персидском заливе и Северной Ирландии, он пошел работать в Сити и получил диплом MBA (магистр делового администрирования). "Я учился без отрыва от работы, и мне это нравилось. Это заставляло меня думать. Обычно я штудировал книги – Поппера, Сороса. Книжки людей, которые гораздо умнее меня". Неожиданно он стал напоминать мне застенчивого генерала, признающего, что он выиграл битву, но считающего, что это не его заслуга. Тактика противника была более удачной, у них было более мощное оружие, но, к счастью, они сами себя перестреляли.

Кларк считает, что учеба помогла ему осознать риск

Глава 6.

следования действиям "толпы". Толпа находится под давлением. Кларк даже думает, что многие менеджеры пенсионных фондов могут подвергнуться судебному преследованию со стороны инвесторов за то, что они не приносят хороших доходов. Поэтому по сравнению с пенсионными фондами индексные фонды выглядят просто прекрасно. "Никто не сможет пожаловаться на то, что ты вложил деньги в индекс Footsie. Все они могут спать спокойно".

Но Кларк отвергает подобное убаюкивание осторожности. Ему не хочется показаться самоуверенным. "Я пытаюсь дистанцироваться от рынка и анализировать процесс поведения рынка, поэтому размещаю доверенные мне средства, стараясь получить выгоду на изъянах рынка". Во время нашего разговора слово "изъяны" произносилось часто. Кларк считает, что рынок с изъянами; многие из его коллег, ведающих инвестициями, тоже с изъянами, да и сам он не без изъянов.

"Рынок несбалансирован. Если бы он был идеально сбалансирован, у меня не было бы работы". Кларк полностью исключает некоторые секторы экономики. "К этим секторам я даже близко подходить не хочу, потому что экономические законы на них не распространяются. Например, у нас слишком много фирм, поставляющих химикаты. А в автомобильной промышленности избыточное предложение гоняется за слишком низким спросом".

Одним из способов, с помощью которого Кларк борется с ментальностью толпы, является глубокий анализ. "Мысленно я избавляюсь от рефлексивности. Я стараюсь разорвать свою связь с рынком". Он считает, что это помогает ему найти варианты, обладающие потенциалом быстрого развития. Прибыльный краткосрочный бросок Кларк считает вполне допустимым. Все денежные средства в своем управлении он делит на две части: 70% на долгосрочные инвестиции и 30% для спекулятивных сделок, входа в позиции и выхода из них, когда появляются хорошие возможности.

Чтобы справиться с информационной перегрузкой, Кларк в настоящий момент специализируется на шести различных областях: новых технологиях, привлечении к решению задач внешних ресурсов, глобальном франчайзинге, коммунальном хозяйстве, транспорте и здравоохранении. Он считает, что в этих областях риск ниже.

На грани краха или секреты брокерского дела

Никакой особой сложности в оценке риска он не видит. "Все, что для этого требуется, это элементарный тяжелый труд, а многие в Сити в это не верят".

Элементарный тяжелый труд означает не только анализ балансовых отчетов компаний, но и посещение самих компаний. И здесь мы снова встречаемся со странным парадоксом. Всем заправляют компьютеры, и фирмы нанимают все больше и больше математиков и физиков, а те, кто принимает решения о крупных инвестициях, полагаются на свой нюх и интуитивные ощущения относительно качества руководства этих компаний. Является ли конкретный парень качественным звеном в руководстве компаний?

Кларк признавал, что конкретной научной методики выбора акций не существует, но считал, что такую методику следовало бы создать. Некоторые брокеры высмеивают подобную идею. Мой ливерпульский брокер говорил так: "Я поднимаю пальцы вверх, улавливаю направление ветра, а затем тыкаю пальцем в список акций индекса FT. Это тоже срабатывает. Нет, мне нравится быть комичным". Его правила оказались простыми. Покупать акции крупных компаний и доверять истории компании. Индекс может быть на высоком уровне в краткосрочном плане, но в долгосрочном плане выигрывают бумаги. "Существенную роль играет выбор времени", — добавил он. Но время всегда на стороне инвестора.

Подобно Мэйхью и многим другим, Кларк уверен, что ключевым моментом является оценка руководства. "Если мне удастся, я встречаюсь с руководством компании. Думаю, мне довольно хорошо удастся распознать честное руководство — главу компании, беспокоящегося об акционерах, а не только о себе. Я считаю, что вполне возможно найти команду менеджеров, верящих в то, что они делают, и полностью сконцентрированных на выпускаемой компанией продукции. Я считаю, что если захотеть по-настоящему, то всегда найдешь способ добиться желаемого".

Когда я рассказал Кларку, что меня интересуют спекулятивные пузыри, он ухватился за эту тему. Он полагает, что может распознавать пузыри, "а мастерство заключается в определении оставшегося у пузыря потенциала". Чувство приближения момента выхода рынка из равновесия по конкретной бумаге отчасти является

Глава 6.

результатом перемалывания цифр, "процесса скучного, но являющегося методикой". Кларк привел два примера из прошлого, когда, по его мнению, он провел для клиентов успешные сделки.

За несколько недель до нашего разговора телекоммуникационная компания Nokia объявила, что к 2002 году в обращении будет находиться миллиард мобильных телефонов. "Я сделал расчеты на обратной стороне конверта и пришел к заключению, что в этом случае каждый житель планеты, зарабатывающий больше 20 тысяч фунтов, должен стать обладателем мобильного телефона. И я решил, что это чушь".

В долгосрочном плане Кларк оказался пророческим. К концу 2000 года стало выясняться, что рынок мобильных телефонов более ограничен, чем считали мечтатели. Nokia была вынуждена сообщить о более низких объемах продаж по сравнению с ожиданиями, и компания попала под критику, в которой ее обвиняли в раздувании цифр с целью создать впечатление роста своей рыночной доли. У других производителей мобильных телефонов, таких как Motorola, результаты оказались еще хуже.

В 1999 году Кларк увидел возможность для открытия позиции по акциям компании Alcatel. Alcatel выпускает изделия для телекоммуникационных сетей. "Alcatel выпустила предупреждение по прибыли". Одна из крупных американских финансовых организаций приняла решение продать 40 миллионов акций компании. "Это около 10% всех акций компании, а продавали они по любой цене. Я проанализировал фундаментальные показатели, и они показались мне в полном порядке. Если бы мы работали вместе, я бы показал Вам некоторые расчеты, и мы бы их обсудили". Кто-то испугался, что Alcatel понесет убытки, и это дало Кларку возможность получить прибыль. Для Кларка мастерство заключается в выборе правильного времени и правильной бумаги.

Треjder на движении

Пришли новые технологии тоже нравятся. Каждое утро, приходя в свой офис на Нью Бонд-стрит, он первым делом смотрит на мониторы. "Я тут же подсчитываю в уме, в выигрыше я или в проигрыше, и Прикидываю, какие позиции развиваются удачно, а

какие не очень. Особое внимание я уделяю акциям, по которым происходит значительное движение". Он с улыбкой заметил, что дома смотрит телевизор мало, поскольку предпочитает смотреть на экраны с финансовой информацией и изменяющимися котировками.

Однако, подход Пристли к биржевым операциям сильно отличается от подхода Кларка. "Я отношусь к типу трейдеров, которых американцы называют привязанными к бегущей строке. Такой трейдер постоянно следит за строкой котировок, ползущей в нижней части экрана". Пристли убежден, что экраны представляют собой единую сеть. Они позволяют постоянно быть в курсе происходящего и чувствовать пульс толпы. "Рынок – это толпа, а нам нравится ощущать себя частью толпы и не идти против нее".

"По своим инстинктам я являюсь инвестором на движении", – говорил мне Пристли. "Поэтому я покупаю акции, растущие в цене, и продаю снижающиеся бумаги". Он согласился, что это смахивает на один из путей к катастрофе, но, по его словам, на деле это не так. Пока придерживаешься направления толпы, в основном все проходит удачно. Он был близок к тому, чтобы признать, что считает себя частью толпы, и ему это нравится. "Я придерживаюсь мнения, что если по какой-либо бумаге происходит значительное движение, кто-то из участников рынка знает о ней больше, чем я".

Трейдинг на движении был введен в широкую практику индексными фондами. Пристли привел пример. "Мы знаем, что Vodafone покупает Airtouch. На данный момент доля Vodafone в расчетной базе индекса Footsie 100 составляет 4%. Когда компания купит Airtouch, ее доля в Footsie будет составлять около 5%. Следовательно, все индексные фонды будут обязаны увеличить долю акций Vodafone в своих инвестиционных портфелях. Поэтому мы тоже можем прикупить еще немного акций Vodafone". Это решение не имеет ничего общего с оценкой справедливой стоимости акций Vodafone, однако, это логическое умозаключение, основанное на том, что спрос на акции компании в краткосрочной перспективе возрастет.

Я задал Пристли вопрос, практикует ли Rathbone систему карточек балльных оценок с рейтингами "хорошие", "плохие", "перспективные" и "не трогать", наподобие системы Ленхоффа, описанной в четвертой главе. Он улыбнулся и отрицательно покачал

Глава 6.

головой: "Нет. Мы пока не такие продвинутые. У нас просто есть список рекомендованных акций, но если кто-либо хочет купить акции пивоваренной компании, официальных директив, разрешающих покупать акции Bass и запрещающих покупать Whitbread, нет".

Пристли понимает, почему Кларк исключил из зоны своего интереса некоторые секторы экономики. Потому что цифры не поддаются анализу. Как сказал мне Пристли, по личным причинам он тоже исключает некоторые сферы экономической деятельности. Например, он не трогает текстильную промышленность, потому что "всегда может появиться кто-нибудь и начать производить любые текстильные товары в четыре раза дешевле, чем здесь. У меня также очень хорошо получается с акциями австралийских золотодобывающих компаний, но с акциями домостроительных компаний я, похоже, неудачлив". Пристли не дал никаких объяснений столь странной смеси своих неудач.

"Я отдаю предпочтение финансовым секторам – банкам, страховым компаниям, хотя понимаю, что в нелюбимых секторах всегда найдутся хорошие бумаги". ("Нелюбимые сектора" – замечательное словосочетание. Никто не хочет танцевать с дамой, потерявшей кавалера). Пристли тоже является поклонником акций телекоммуникационных компаний.

Пристли также консультирует пенсионный фонд Лондонского университета, активы которого составляют около 800 миллионов фунтов. Опыт заставил Пристли пересмотреть свой взгляд, что при активном инвестировании можно получить больше денег, чем при пассивном. Пенсионный фонд установил, что формирование портфеля на основе ряда индексов, включая зарубежные индексы, дает гораздо лучшие результаты, чем можно было ожидать. Это беспокоит Пристли, и причина очевидна. Зачем клиентам платить менеджерам, управляющим их капиталами, или брокерам, если компьютер делает это лучше? Пристли никогда не щеголял пустой фразой, что "брокеры оказывают услугу". Он утверждал, что активный трейдинг дает хорошие результаты, но наилучшие результаты получаются, когда брокер работает на рынке своей страны, который он понимает.

Бухгалтерские инстинкты

Пол О'Доннелл из Brewin Dolphin сказал мне, что опыт работы бухгалтером все еще говорит в нем. Он считает, что следует искать справедливую стоимость. По его словам, метод отбора акций в компании Brewin Dolphin сложный.

Компания Brewin состоит из трех самостоятельных компаний. Одна из них, Wise Speke, имеет очень сложную структуру. Brewin скорее построена на основе так называемой "свободной конкуренции", а третья — является смесью этих двух стилей руководства. По его мнению, их система принятия решений структурирована гораздо меньше, чем у фирмы Capel Cure Sharp, чьи методы описал Майк Ленхофф.

"Мы проводим утреннее совещание, — рассказывал мне О'Доннелл, — и это совещание открыто для всех сотрудников. У нас нет такой эксклюзивности, как в Capel Cure Sharp, где решения принимают семь-восемь топ-менеджеров, а остальные обязаны их исполнять. Поскольку у фирмы Brewin 22 отделения, совещание проводится по селекторной линии и транслируется по громкой связи, что придает ему определенный орвеллианский налет". Совещание проводится из Лондона и Эдинбурга. Во время совещания сообщается о новостях, поступивших за ночь, опубликованных корпоративных отчетах, "по которым спрашивают мнение сотрудников", и устанавливаются лимиты по ценам и объемам.

О'Доннелл сравнил это совещание с установками тренера спортивной команды. "Я когда-то играл в регби и думаю, это очень похоже на регби. Рисковать можно в определенных пределах. Если хочешь превысить установленные пределы, говоришь об этом с капитаном команды". Если дилер из Мальборо хочет сделать более рискованные инвестиции, чем обычно, по установленным правилам он должен согласовать это с центральным офисом.

"Нам надо, чтобы центр обеспечил поддержку. У нас есть список акций, но дилер не обязан покупать акции только из этого списка. Центр обеспечивает анализ, оправдывающий конкретные сделки". Осуществление полномасштабного анализа является очень важным делом. "У нас есть аналитики, обрабатывающие все аналитические материалы, поступающие из внешних источников,

Глава 6.

таких как Merrill Lynch, а также свои собственные довольно хорошо известные технические аналитики. Но мы придерживаемся мнения, что клиент не захочет читать всю аналитическую записку на 60 страницах, включающую даже цвет носков, которые носит председатель совета директоров". Клиенты, пользующиеся консультационными услугами, "хотят получать аналитику в формате, присущем *Daily Mail*. "Надеюсь, они не считают это надувательством", – говорил О'Доннелл.

О'Доннелл убежден, что брокерское дело является очень индивидуальным бизнесом, и часто, когда брокер переходит в другую компанию, "если он более-менее приличный брокер, его клиенты переходят вместе с ним". Тем не менее, он не испытывает наивного восторга от того, что 70% его клиентов стали его друзьями. "Некоторые инвесторы очень умудрены в вопросах рынка, а другие ничего в нем не понимают, но есть и такие, которые считают, что знают очень много. А недостаток знаний на фондовом рынке – опасная вещь".

Патрик Марвин из *Carpe Cure Sharp*, у которого в управлении находятся счета ряда клиентов, считает подбадривание клиентов одной из своих обязанностей. "Мы прилагаем огромные усилия, стараясь вселить в них уверенность с помощью разъяснения инвестиционной политики компании", – объяснял мне Марвин.

Я сказал О'Доннеллу, что на самом деле инвесторам нужны брокеры, которые делали бы для них деньги. О'Доннелл возразил, что опросы, проведенные самими биржевыми брокерами, показали, что клиенты в первую очередь и больше всего ценят честность, затем знания брокера, его результаты, и на последнее место ставят извечный вопрос о размере комиссионных за услуги брокера. Другими словами, до тех пор, пока между клиентом и брокером сохраняются хорошие отношения, клиента не очень беспокоит вопрос, как брокер управляет его деньгами.

Не могу удержаться от некоторого скептицизма, и в частности потому, что психологи знают, что данные опроса можно интерпретировать по-разному. Конечно, подобные опросы обеспечивают брокерам комфорт, столь необходимый им в наше время. Если инвесторы ставят личные отношения выше результатов

брокера, они никогда не променяют его на компьютер.

Одна из старейших традиций Сити относится к ограничительным рамкам, и одно из самых строгих ограничений касалось местонахождения брокерских фирм. Они были обязаны находиться в Сити, а не на центральной улице. Нельзя же покупать и продавать акции, как холодильники или сыр.

"Пожалуйста, заходите в наш фондовый магазин"

Мэтью Опп, рассказавший мне историю об отставном майоре, извинявшемся за то, что может инвестировать всего 300 тысяч фунтов, работает управляющим директором сети фондовых магазинов под названием Killik & Co. Главный офис компании расположен рядом с вокзалом Виктория в довольно величественном здании.

Девушка за стойкой администратора спросила меня: "У Вас есть свой брокер, через которого Вы ведете дела?" Вошла женщина средних лет в джинсах и сообщила, что у нее назначена встреча с ее брокером. Каждые 2-3 минуты заходил очередной посетитель, желавший поговорить со своим брокером.

Опп худощав и хорошо развит физически. Ему нравится улыбаться и он явно хороший продавец. Он также влюблен в свою работу. "Думаю, я серийный предприниматель", – сказал мне Опп. Он начал свою карьеру в Сити в обычной брокерской фирме, но на этом не успокоился. В 1985 году Опп открыл сеть фондовых магазинов в универмагах Debenhams. "Они работали в 1985 и 1986 годах, а затем случился 1987 год, и наступило гнетущее затишье".

Опп объединился с Полом Килликом, который был его боссом в традиционной брокерской фирме, и они открыли фондовый магазин в Челси. Няня Мэтью была в это время без дела, поэтому она отвечала на телефонные звонки и печатала документы. "Мы оба горели желанием сделать фондовые инструменты и акции доступными, и наша уверенность подкреплялась историческим багажом брокерского дела и такими компаниями, как Capel, которые, если к ним приходил человек, желавший инвестировать 50 тысяч, приносили извинения и просили зайти к ним, когда у него будет более солидный капитал".

Глава 6.

Одной из их первых клиенток была аристократичная пожилая дама, страдавшая болезненным влечением к азартным играм. Она постоянно проигрывала, но находила утешение в том, что брокеры "всегда предлагали ей бесплатный бокал шампанского". По мнению Орра, в этом нет ничего удивительного, раз они вытрясли из нее столько денег.

"Когда мы открылись, нас полностью игнорировали. Никто в Сити не думал, что наш бизнес пойдет, и мы сможем депать на нем деньги. Нашу затею считали вульгарной и сумасшедшей". Им пришлось доказывать преимущества своей фирмы. Орр считает себя очень выносливым в конкурентной борьбе (в университете он увлекался греблей) и с удовольствием говорит, что теперь у Killik & Co. 11 магазинов и 25 тысяч клиентов, "а активы компании, которыми мы управляем по поручению клиентов, составляют £1,1 млрд." В 1999 году прибыль компании превысила £3 млн., а оборот составил около £13 млн.

"Одна из прелестей быть самому себе начальником заключается в том, что решения принимаешь ты сам. В крупных компаниях это невозможно. Если у тебя появляется хорошая идея, она должна быть утверждена полудюжиной различных комитетов, а здесь у меня такой скованности нет", – сказал Орр.

Магазины фирмы Killik находятся в районах проживания среднего класса, таких как Хэмпстед, Баттерси и Челси, где у людей скорее доходы, а не состояния. "Но я предпочел бы иметь клиентом 40-летнего мужчину, зарабатывающего 60-80 тысяч фунтов в год, способного откладывать 10 тысяч фунтов ежегодно и заинтересованного в росте этих вложений при небольшом риске, чем майора, желающего вложиться исключительно в "голубые фишки", – заметил Орр. В течение жизни клиента накопления будут значительными.

Орр отрицает, что основным его мотивом были деньги. Когда они достигли успеха, компании предлагали им продать их фирму за большие деньги, но Орр отказывался. "Я не могу работать по найму", – пошутил он.

Основным искусством его бизнеса является культивация взаимоотношений. "Люди проникаются доверием не сразу. При

На грани краха или секреты брокерского дела

первом звонке человек обычно говорит, что у него есть 6 тысяч фунтов для инвестирования и он хотел бы вложить их в РЕР, чтобы попробовать. Затем, когда через несколько месяцев с РЕР все в порядке, и акции идут вверх, этот человек звонит и говорит следующее: «Кстати, у меня 10 тысяч фунтов вложены в строительное общество. Может быть, посоветуете, что с ними делать?» Человек, впервые входящий в мир брокерского бизнеса, боится, что этот мир элитарен, а также того, что его обманут". Опп не отрицает, что его клиенты хотят сделать на инвестициях деньги, но многие из них также хотят понять принцип работы рынка и возможности, которые он предоставляет.

Фирма Killik берет на работу мужчин и женщин, умеющих строить взаимоотношения с клиентами. "Минимальные требования – диплом о высшем образовании и соответствие условиям БУБЖ, что расшифровывается как Бедный, Умный и с Большим Желанием стать богатым. Мы не стремимся нанимать выпускников традиционных привилегированных школ. Чаще всего мы берем на работу людей, желающих сменить профессию. У нас, например, работают несколько бывших военных, служивших в армии по краткосрочным контрактам. Есть также люди, получившие дипломы инженеров, но осознавшие, что эта сфера деятельности не приносит хороших денег. Есть и бухгалтеры, которым наскучило это занятие. Мы также берем людей, работавших ранее с частными клиентами".

Каждый клиент получает своего "прикрепленного брокера", – рассказывал Опп. "И мы сами звоним клиентам. В девяти случаях из десяти брокер при таком звонке сообщает хорошую новость, докладывая клиенту, что акции ВТ выросли в цене, или спрашивает, не интересуют ли клиента такие-то акции". Такой контакт имеет двойную цель – бизнес и человеческий фактор.

Опп утверждает, что без брокера инвесторы могут чувствовать себя хорошо и работать на рынке в американском стиле, когда брокер "только исполняет" поступившее поручение, только во время "бычьего" рынка. Однако, "когда на рынке случается крах, все меняется. Например, когда в сентябре 1998 года рынок закачался, фирма Charles Schwab получила 2500 звонков от людей, осуществлявших через нее покупку и продажу акций. Они спрашивали, что происходит и что им следует делать – продавать или

Глава 6.

покупать". Но Schwab не могла дать им совет, поскольку услуги компании предусматривали лишь исполнение ордеров клиентов. Мораль проста. Клиентам нужны брокеры, но хорошо обученные брокеры.

Обучая на фирме новых сотрудников брокерскому делу, "Мы закладываем в них основы, опираясь на которые они могут давать рекомендации. И они имеют право на свое собственное мнение, иначе они будут всего лишь глашатаями чужих идей. Я вполне допускаю ситуацию, в которой на абсолютно законных основаниях один из моих брокеров может порекомендовать своему клиенту продать акции Glaxo, а другой брокер в это же самое время будет предлагать другому клиенту сыграть по акциям Glaxo на понижение".

Орр признает, что иногда отношения брокера с клиентом не складываются. "Мне звонят клиенты и говорят, что им просто не нравится определенный брокер. В этом случае мы обычно меняем прикрепленного к клиенту брокера".

Размытая логика инвестиционных решений

В отличие от рационального человека Адама Смита, Орр знает, что инвестиционные решения могут возникать как результат личного энтузиазма. Он привел мне пример собственных изысканий, предпринятых им для ряда инвестиционных проектов.

"Я всегда стараюсь изучить вопрос досконально", – начал свой рассказ Орр. "Однажды я купил один из этих карманных органайзеров, называвшийся Psion". Купив Psion, Орр заинтересовался, чем еще занимается компания-производитель, и обнаружил, что она также участвует в разработке приложений беспроводной электронной почты – системы для встраивания в мобильные телефоны функций пересылки электронной почты через Интернет. Орр решил узнать, какие микрочипы используются в таких системах и установил, что они называются риск-процессорами. Это вызвало у него интерес к компании, называвшейся ARM. Процессоры фирмы ARM встраиваются в большинство мобильных телефонов, а часть средств этой технологии следующего поколения производится небольшой шведской компанией Sendit. Технология этой фирмы позволяет получать электронную почту на мобильный телефон. Sendit

На грани краха или секреты брокерского дела

— небольшая компания с капитализацией около \$30 млн. Хотя в наше время многие брокеры сторонятся акций мелких компаний, Опп купил акции Sendit.

Затем Опп начал изучать другие компании, сотрудничавшие с ARM, и выяснил, что 29% акций ARM принадлежали фирме Asom, выпускавшей компьютер BBC. "Основные фонды Asom оценивались в 300 пенсов на акцию, но на тот момент акции компании стоили 186 пенсов", — продолжал свой рассказ Опп. Никто этого не обнаружил. Большую часть стоимости Asom составляла ее доля в ARM. (В конце 1999 года, через месяц после нашего разговора, ARM купила Asom, заплатив 254 пенса за акцию компании). В мае 2001 года ARM поднялась и на данный момент занимает 74-ое место в расчетной базе FT-SE 100. Компания также перенесла падение технологических бумаг лучше многих других.

Подобные свободные ассоциации и размытая логика очень напоминают ход мыслей Коттрелла и Уивера в их удачной сделке с акциями компании Cow & Gate.

Фирма Brewin использует и другие технические приемы. Пользуясь своим статусом одной из старейших компаний Сити, брокеры Brewin приглашают менеджеров крупных компаний для беседы. О'Доннелл подчеркнул, что это не презентация, а интервью, цель которого выжать из главы крупной компании как можно больше информации.

"Например, мы приглашаем к себе для беседы главного управляющего компании Boots, а в комнате находятся около 20 человек, задающих ему вопросы. Вопросы могут быть самыми разными. В том числе могут быть и вопросы, касающиеся этики". О'Доннелл рассказал мне, что его жена работала с психометрическими тестами, поэтому он прекрасно осведомлен об их несовершенстве. Он также понимал, что возможности интервью тоже ограничены. Тем не менее, у него не было никаких сомнений в том, что перекрестный допрос руководителей компаний является наилучшим способом проверки уровня руководства и потенциала роста компании.

Впечатление от встречи с руководителем компании становится важнейшей частью уравнения, на основе которого компания Brewin

Глава 6.

решает, рекомендовать акции компании или нет.

Признание роли руководства Ленхоффом (этого вопроса я касался в четвертой главе, посвященной аналитикам), О'Доннеллу кажется несколько странным. "Если компания производит всякие штучки, руководство, возможно, играет не столь важную роль, поскольку главным становится производственный процесс. Но в сфере услуг, таких как реклама, финансы или связи с общественностью, руководство — это все". Как и большинство брокеров, О'Доннелл специализируется на определенных областях. "Областями моих биржевых операций являются фармацевтика и розничная торговля, но это не означает, что я не покупаю акции компаний из других секторов. Я всегда могу получить совет". Его коллеги анализируют все секторы фондового рынка.

По мнению О'Доннелла, из-за состояния рынка оценка руководства компаний в наши дни приобретает все большее значение. "При сегодняшней волатильности рынка я считаю, что технический анализ уже не так полезен, как прежде. Если мне кто-нибудь скажет, что надо не обращать внимания на то, чем занимается компания, забыть о ее руководстве, а смотреть только на графики, я отнесусь к этому скептически", — говорил мне О'Доннелл.

Способность концентрироваться на потенциальных вариантах остается главным необходимым навыком брокера. По словам О'Доннелла, в компании Brewin Dolphin есть список акций, входящих в расчетную базу FT 350, и по этому списку брокеры имеют все фундаментальные показатели, сведения об активах компании, ее текущей прибыли и прошлых показателях за всю ее историю. Как и Кларк, О'Доннелл понимает насущную необходимость перемалывания цифр.

Во время нашей беседы О'Доннелл постоянно старался подчеркнуть, какое важное значение имело все то, что он делал. Тем не менее, он более охотно, чем остальные, соглашался, что иногда действовал на основе чистого инстинкта. "В одном случае из десяти, может быть, из пятнадцати я сам принимал решение, что нам надо купить такие-то акции". Он также уверен, что с годами этот инстинкт становится острее, но не смог дать этому какого-либо рационального объяснения.

На грани краха или секреты брокерского дела

О'Доннелл много говорил об "удовольствии", когда принимаешь решение "тем, на чем сидишь". И иногда он не мог удержаться от юмора. Во время одной из паник инвестор спросил меня, что делать, и "я посоветовал ему поставить деньги на заезд в 15.30 на скачках в Кемптон-парке. И лошадь выиграла. Я дал ему время заезда, а лошадь выбрал он. У нас получилась великолепная команда". Взгляды О'Доннелла интересны в сравнении с точкой зрения Роберта Хаугена, профессора Калифорнийского университета. Хауген утверждает, что на рекомендации брокеров влияет социальная ситуация, в которой они находятся по отношению к своим клиентам. Им необходимо иметь тему для разговора с клиентами, поэтому брокеры "создают новости, чтобы произвести впечатление, а в результате их внимание привлекают акции с интересным и значительным потенциалом, про которые они могут сочинять пленительные истории". Хауген говорит, что особенно это свойственно экстравертам, поскольку им нравится доставлять удовольствие и быть центром внимания.

Эти факторы могут объяснить результаты все более детальных исследований (в основном американских), указывающих на то, что брокеры все хуже прогнозируют движения рынка.

Рекомендации брокеров и конфликты интересов

Дэвид Дремер и Майкл А. Бэрри (David Dremer, Michael A. Barry, 1998) изучили прогнозы по прибыли 1200 компаний, сделанные американскими брокерами и аналитиками за период с 1974 по 1991 г. Около 73% этих прогнозов разошлись с фактическими результатами более чем на 5%. Отраслью экономики, по которой фактические результаты были наиболее близкими к прогнозным, оказалась табачная промышленность. Почти все аналитики как правило были слишком оптимистичны. Дремер и Бэрри установили, что прогнозы аналитиков и брокеров приблизительно в 40% случаев расходились с прогнозами по будущей прибыли, сделанными работниками этих компаний. По существу, брокеры и аналитики часто игнорировали прогнозы самих компаний, сделанные в предшествовавшем году или квартале, и выдавали более

Глава 6.

оптимистические прогнозы. Авторы обвиняют аналитиков в игнорировании важных моментов и делают вывод, что "лишь немногие аналитики осознают перманентный характер значительных погрешностей в своих прогнозах или имеют возможность вносить в них корректировки". Уомак (Womack, 1997) обнаружил схожую тенденцию в прогнозах по новым выпускам. Хуже всего в этом отношении дела обстоят в Соединенных Штатах, а Нью-йоркские фирмы склонны к более оптимистичным прогнозам, чем региональные брокерские компании.

Интересный сравнительный анализ прогнозов по странам показал, что их точность связана с предусмотренным законодательством страны объемом раскрываемой отчетной информации (Higgins, 1998). Хунг Хиггинс установил, что чем больший объем раскрытия информации требовало соответствующее законодательство страны, тем точнее были прогнозы брокеров. Хуже всего дела обстояли в Швейцарии и Японии. Однако, больше всего беспокоит тот факт, что даже в двух самых "честных" странах – США и Великобритании – прогнозы брокеров были чрезмерно оптимистичными. По оценкам Хунга Хиггинса, перекося в оптимистическую сторону составлял 29%.

Неспособность аналитиков и брокеров делать правильные прогнозы лучше всего измеряется итоговыми показателями. Анализ итоговых показателей деятельности брокерских фирм и фондов за 1997 год показал, что только 5% брокерских компаний и 11% фондов взаимных инвестиций превзошли по своим показателям рост индекса Standard & Poor's 500.

Британские исследования показывают, что только 18% инвестиционных фондов опережают по своим показателям роста индекс FT-SE 100. Репутация брокерских фирм в настоящее время столь низка, что когда в середине 1999 года показатели фондов Schröders опередили рост индекса FT-SE менее чем на 2%, это было сочтено очень важной новостью, заслуживающей освещения в разделе деловых новостей *Sunday Times*.

Если выбор акций является истинным мастерством, от определенных брокеров и аналитиков можно ожидать постоянных показателей выше среднего. Еще одно исследование было посвящено

На грани краха или секреты брокерского дела

анализу рекомендаций по акциям 1500 американских компаний на рынке этой страны за период с 1978 по 1998 год. Было установлено, что брокеры и менеджеры, получившие наилучшие результаты, имели портфели с самым широким набором акций. Инвестиционные портфели самых успешных фирм состояли в среднем из 70 выпусков, тогда как у фирм с наихудшими результатами инвестиционный портфель состоял в среднем лишь из 45 бумаг. Похоже, распространенное мнение, что гениальные брокеры могут найти всего несколько чудесных бумаг, которые принесут им исключительно высокую прибыль, просто ошибочно. Бекерс (Beckers, 1997) высказывает иенавязчивое предположение, что мы не должны недооценивать роль удачи. Он разделил брокеров на две категории: агрессивных, умелых и удачливых и самодовольных и невезучих. Бекерс проанализировал тысячи рекомендаций и обнаружил, что 35% агрессивных и умелых брокеров через 36 месяцев все равно оказались с минусом. Надо полагать, что неумелые брокеры оказались в более худшем положении. Еще одна работа содержит вывод, что американские брокеры с дипломом МВА показывают более хорошие результаты, чем брокеры без такого диплома.

Пожалуй, наиболее беспокоящим является вывод, что на рекомендации брокеров часто оказывает влияние их роль в оказании брокерских услуг определенным компаниям. Карлетон и другие (Carleton, 1998) тоже изучали возникающий конфликт интересов, когда брокеры являются брокерами определенных компаний. Изучив 250 компаний, исследователи утверждают, что прогнозы брокеров компании по ее перспективам были значительно оптимистичней прогнозов других брокеров по этой компании. Они обнаружили, что в ряде случаев, когда остальные брокеры рекомендовали продавать, брокер компании значительно позже снижал свои рекомендации лишь до уровня "держат". В одном случае американский аналитик Джойс Элберс ушла в отставку, поскольку считала неэтичным оказывавшееся на нее "давление выдавать позитивные рекомендации".

По существу, полученные Карлетоном данные означают, что самый приближенный к компании брокер, от которого можно было бы ожидать наиболее точного прогноза, на самом деле может выдавать наименее точные прогнозы, несмотря на все "китайские

Глава 6.

стены", предназначенные для защиты инвесторов.

Биржевые брокеры часто заявляют, что рынком управляют страх и алчность, но о своих собственных уязвимых местах они говорят менее охотно. Давлению необходимости быть позитивным в особенности подвержены экстраверты, испытывающие потребность угождать своей группе. Брокеры-экстраверты также испытывают меньшее беспокойство от давления необходимости показывать хорошие результаты, и им труднее учиться на своих ошибках. Поддающиеся внушению и экстраверсивные брокеры чаще проявляют очень низкую способность осознавать риск и противостоять рекомендациям аналитиков покупать определенные акции. Конечно, весомые выводы данного исследования вызывают беспокойство. Полученные данные позволяют сделать вывод, что брокеры и аналитики не в состоянии доходчиво объяснить своим клиентам характер рисков, скрывающихся за различными акциями. Одним из секторов рынка, в котором брокеры ориентируются хуже всего, является сектор нефти и газа.

Ян Фрэнсис, коллега Кларка по фирме West LB Panmure, считает виновниками заикленности на показателях работы не только индексные фонды, но и электронику, позволяющую непрерывно корректировать индекс. "В 1970-х корректировки в расчетной базе индекса производились раз в час, и джобберы снова переключали внимание на табло, наблюдая за текущими сделками. Затем корректировки стали вноситься через каждые 30 минут, и джобберы, взглянув на произошедшие изменения, все равно переключали внимание на табло с текущими сделками. Затем индекс стал корректироваться каждые 15 минут, потом каждые 5 минут. Сейчас изменения происходят с каждой сделкой в момент ее совершения. Временной горизонт сузился". Все это усиливает тенденцию приверженности краткосрочным стратегиям, которые все осуждают, но во власть которых попали все без исключения.

Хауген (Haugen, 1996) обобщил эти данные и заявил, что "тем, кто строит теории на примере рационального экономического человека, будет очень трудно объяснить эти результаты". А если брокеры настолько иррациональны в своем упорном оптимизме, тогда это, безусловно, означает, что по своему темпераменту большинство из них более пригодны к работе в условиях "бычьего" рынка.

В "медвежьих" рынках нет никакой радости

Уильям Айзек ла Тоуретт любил "медвежьи" рынки за то, что они давали ему шанс пережить противоположную сторону. Но в наши дни я не нашел ни одного брокера, которому они нравились, или получившего удовольствие от ситуации в начале 2001 г. Только брокеры старшего возраста имели опыт продолжительного периода падения рынка. И крах 1987 года, и снижение рынка в августе и осенью 1998 были очень непродолжительными (менее шести месяцев. Никто не может четко сказать, является ли разворот NASDAQ к понижению в конце 2000 – начале 2001 года началом глубокого "медвежьего" рынка или просто падением важного сектора рынка, поднявшегося слишком высоко. Катастрофического падения, предсказанного Эндрю Смитерсом, мы пока не видим.

Как говорил О'Доннелл, крах 1987 года "за два дня научил меня человеческим отношениям больше, чем все предыдущие 10 лет. Я повзрослел. Это было серьезным испытанием. Клиенты не знали что делать. В эти дни я узнал гораздо больше о поведении инвестора. Я видел, как паника охватывает клиентов, не обходя стороной никого, какими бы спокойными и выдержанными они ни казались. Люди видели, как их личные накопления уменьшались. Убытки достигали 40%, а они рассчитывали на эти деньги при выходе на пенсию, и это должно было произойти на следующей неделе". О'Доннелл отчетливо понял, что людьми управляли алчность и страх. "Но самое любопытное в том, что в итоге для напуганных инвесторов ты зарабатываешь больше денег".

Чарльз Кларк подтвердил это на основе собственного опыта. На одной сделке он потерял очень много денег и счел этот опыт мучительным. Это дало ему представление, какие муки могут испытывать его клиенты.

Пристли вспоминал "медвежьи" рынки 1972 и 1974 годов, оставившие у него гнетущее впечатление. "Каждый день приходил на работу и перестраивался на понизившийся рынок. Уходил вечером домой, а на следующий день рынок снова снижался. Это было ужасно". Похоже, он воспринимал это как личную трагедию. Вероятно, так "медвежьи" рынки действуют на оптимистов.

По словам Пристли, крах 1987 года был коротким, а конец лета

Глава 6.

и осень 1998 года создавали впечатление нового рынка "медведей", и "это вызывало стресс". Пристли сказал мне, что во французском языке есть слово "*apote*", означающее абсолютный беспредел, и именно такое ощущение вызывало падение рынка в то время". Однако, недолгий "медвежий" рынок конца 1998 года остался позади. В мае 2001 года лопнул пузырь высоких технологий, но Dow Jones снова сумел подняться выше 10000, только сейчас. Индексные фонды все еще привлекают деньги и вызывают беспокойство. Зачем нужен совет брокера, если достаточно вложиться в индексный фонд, который обеспечит хороший доход без особых проблем?

Многие биржевые брокеры подчеркивают, что индексные фонды работают успешно только на "бычьем" рынке. К примеру, ливерпульский брокер недавно отговорил одного клиента от инвестирования в индексный фонд. "Я сказал моему клиенту, что он совершит глупость, если вложится в индексный фонд. Сейчас рынок идет вверх, но что будет, когда индексный фонд столкнется с падающим рынком?" И такую точку зрения я слышал довольно часто.

Уильям Кэбот, едко отзывающийся об аналитиках и брокерах, утверждает, что длительный рынок "быков" сделал инвесторов нереалистичными и слишком требовательными.

Одним из следствий успеха индексных фондов является то, что теперь стало труднее идти против рыночного тренда. Даже Кларк, чья инвестиционная философия, пожалуй, является наиболее близкой стратегии игры против трейда, все-таки выбрал шесть секторов, наиболее популярных в наши дни. Успех индексных фондов всех мастей только усиливает групповую ментальность и делает более рискованной игру против толпы, потому что во время "бычьего" рынка 1995-2000 годов было возможно получать быструю прибыль, повторяя действия индексных фондов или просто оставаясь в модных секторах, таких как телекоммуникационный.

После проведенных бесед у меня сложилось впечатление, что все брокеры придерживаются единого мнения, что не следует инвестировать в текстильную промышленность и машиностроение, а также нелюбимые бумаги, но относительно методов выбора акций для инвестирования все они делали упор на абсолютно разных подходах. Трейдеры, предпочитавшие игру на движении, не

придавали особого внимания фактору справедливой стоимости. Те, кто ориентировался на справедливую стоимость, были несколько разочарованы недостаточным количеством подходящих вариантов, но, в принципе, считали свою методику правильной. Текущие ценовые уровни бумаг означают, что найти "забытые" акции трудно, разве что акции довольно мелких компаний. Многие брокеры настроены пессимистично в отношении будущего рынка, однако, они признают, что прогнозы истинных пессимистов, годами твердивших о слишком большой перекупленности рынка, пока не оправдались.

Конечно, в таком многообразии мнений нет ничего плохого, однако, это явный признак того, что брокер не обязательно знает рынок лучше других, и инвесторы должны соблюдать осмотрительность при выстраивании отношений со своими брокерами.

Как строить отношения со своим брокером

Финансовые организации становятся все более напористыми в отношениях с компаниями, в которые они инвестируют. Если вы мелкий инвестор, не следует ожидать, что компании, в которые вы инвестируете, будут прислушиваться к вашему мнению. Однако, нет никаких причин, способных помешать вам проявить твердость со своим брокером, и вы вполне можете рассчитывать на то, что он или она прислушаются к вам и вашим инвестиционным потребностям. Не используйте в разговоре извиняющийся тон, объясняя, что у вас для инвестирования всего лишь такая-то сумма, с чем когда-то столкнулся Опп. Если у вас с брокером договор на консультационные услуги, пользуйтесь его советами, но не считайте их предписанием, которое следует исполнять. У брокеров, как я показал в этой книге, есть свои собственные интересы.

Мои беседы с брокерами ясно показали, что клиенты в общении с ними должны стараться удерживать инициативу в своих руках. Брокеры явно предпочитают дискреционные счета, управляя которыми они не обязаны подкреплять анализом каждую проведенную сделку, и в особенности потому, что такие клиенты в целом гораздо более снисходительны в оценках конечных результатов. Killik была единственной компанией, из которой я вышел с ощущением, что они относятся к общению с клиентами как к насущной необходимости, возможно, отчасти от того, что фирма

Глава 6.

считает обучение клиентов одной из своих задач в этом бизнесе.

Если ваш счет дискреционный, задайте себе вопрос, почему вы не хотите возложить на себя повседневную ответственность за свои деньги. Ведь ничто не мешает вам обговаривать с брокером ваши общие дела, когда он звонит вам и предлагает интересные идеи, но нуждается в вашем согласии на их осуществление. Если у брокера действительно есть надежные причины для открытия позиции по какой-либо бумаге, он сможет объяснить это вам.

Держите себя на высоком психологическом уровне. Определите тип личности вашего брокера. Попробуйте следующее. Предложите ему или ей леденец на палочке. Если брокер медленно сосет леденец, все в порядке. А если откусывает от него кусочки и глотает их, остерегайтесь. Он невыдержан, принадлежит к оральному типу личности и может проиграть много ваших денег. (Я не утверждаю, что этот тест абсолютно надежен. и, естественно, для его проведения вам нужно встретиться с вашим брокером лицом к лицу. А для многих клиентов брокер является лишь голосом в телефонной трубке).

Звучит иронично, но иногда, когда брокеры испытывают давление, многие начинают подчеркивать, что их общение с клиентами практически имеет характер общения врача со своим пациентом. Психологи знают, что при таких контактах эксперт обладает – и чувствует это – реальной властью над своими клиентами. Это имеет смысл и вполне приемлемо, если экспертом является человек, к которому вы пришли, чтобы получить лечение. Но это не имеет смысла и неприемлемо, если экспертом является человек, к которому вы обратились за финансовым советом. Однако, такие странные властные отношения устраивают брокеров и финансовых консультантов в современных условиях, казалось бы, более демократичного инвестиционного климата. Имея тысячи клиентов, профессионалы любят показать им, что, беспокоя своего брокера, клиенты ведут себя несколько навязчиво, причиняя ему неудобства; заставить вас почувствовать, что не следует беспокоить своего доктора по пустякам. Этот доктор-брокер – прекрасно обойдется без ваших благодарностей, и все они знают это.

Бейте своего брокера его же оружием. Вспомните закон

На грани краха или секреты брокерского депа

Йеркса-Додсона, о котором я говорил, и поинтересуйтесь, какой стресс испытывает ваш брокер. Если брокер начнет отщучиваться, следует беспокоиться. Такого рода шутки скорее всего являются защитой и дают основания полагать, что он действительно испытывает стресс. Не следуйте рекомендациям брокера, испытывающего стресс.

Будьте практичны. Многие брокеры, особенно небольшие брокерские конторы, но не те, которые оказывают только услуги по исполнению биржевых ордеров, дадут вам бесплатный совет, если вы позвоните, чтобы обсудить конкретную сделку или варианты сделок. У вас есть 5 тысяч фунтов. Что покупать? *Dixons* или *British Airways*?

Важно также почувствовать, является ли ваш собеседник в целом оптимистом или пессимистом, и насколько устойчива эта черта характера. Чтобы выяснить этот вопрос (кстати, вполне разумный вопрос, который брокеры и другие профессионалы в области финансов, могут задать сами себе), можно спросить следующее:

- Вы всегда ощущали себя оптимистом? Если да, не можете ли Вы вспомнить какой-нибудь случай, когда испытывали пессимизм?
- Вы всегда ощущали себя пессимистом? Почему Вы придерживаетесь такого настроения на длительном "бычьем" рынке?

Психологи, предлагающие жесткие и рамочные критерии, поступают неразумно, но, вообще говоря, меня больше беспокоят перманентные оптимисты, потому что они будут отрицать наличие "медвежьего" рынка, пока не станет слишком поздно. Пессимизм был разумной реакцией на ситуацию в период между декабрем и апрелем 2001 г. Перманентные пессимисты тоже вызовут у меня беспокойство. Возможно, они смогут правильно оценить фундаментальные показатели и справедливые цены бумаг, но они не очень способны понимать "настрой" рынка или настроения толпы.

Пристли был прав, когда говорил, что в долгосрочном плане рынок вырос, однако, не следует забывать и другое менее известное высказывание Кейнса: "Долгосрочный период представляет собой непрерывный ряд краткосрочных периодов" (которое, возможно, является более практичным советом, чем его знаменитая фраза, гласящая, что "в долгосрочной перспективе мы все умрем").

Не пугайтесь брокеров. Это они существуют для вас, а не вы для них.

Глава 7. Внутри рынка: дилеры и трейдеры

На современной фондовой бирже Натану Ротшильду было бы не на что опереться и негде господствовать. Его личные качества могли бы проявиться в ходе электронных торгов, но он уже не имел бы аудитории, ловящей каждое его движение. Переход к электронным торгам сделал психологические качества, обеспечивавшие определенному типу людей преобладающее влияние, куда менее важными. Двухметровый рост и голос, громогласно звучащий в переполненном зале, не слишком помогают в условиях компьютеризации любых сделок.

Когда я начинал эту книгу в 1999 году, два специализированных лондонских рынка – Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE) и Международная нефтяная биржа (IPE), равно как и Чикагский рынок фьючерсов, еще имели торговые залы, позволявшие увидеть, что представляли собой биржи в старые времена, и как психологические факторы определяли успех или провал. LIFFE и IPE – открытые рынки, где трейдеры торгуются, покупают и продают, перекрикивая друг друга, стоя лицом к лицу. Каждый, с кем я разговаривал, утверждал, что личные качества являются ключевым фактором успеха в торговле. Как заметил, к примеру, Саймон Рубинс, руководящий трейдерами фирмы E.D.&F. Man в Лондоне, "трейдерам нужны проницательность и напористость". Другие добавляли, что им необходима выдержка и, с меньшей охотой, что требуются одержимость, быстрота реакции и алчность.

Утверждается, что трейдеры, работающие на товарных, фьючерсных и валютных биржах, испытывают большее давление, чем любые другие профессионалы Сити. Они не имеют возможности

сослаться на что-либо неконкретное; никого не волнует, насколько хороши их отношения с клиентами и как много они знают о технической стороне рынков. Трейдера оценивают по прибыли, а убыток становится приговором. Хорош он или плох? Цифры скажут все.

Как я уже отмечал, информационная перегрузка сегодня главный фактор давления на участников рынка. Трейдеры, имеющие мало времени для принятия решений, страдают от нее чаще других. Роберт Лафлин из GNI – компании, работающей на Международной нефтяной бирже, рассказал мне, что клиенты часто обращались к нему за советом по поводу развития событий на рынке в последующие 10 минут или 30 минут. Трейдер должен принять решение и принять на себя риск оказаться неправым. Любителям поразмышлять, подолгу взвешивая все за и против, разумнее было бы поискать другое занятие.

Некоторые из опрошенных трейдеров просили не упоминать их имен, поскольку им казалось, что уже сложился отрицательный образ трейдера как человека, для которого "алчность – добродетель", а то и сам господь бог. Они жаловались, что пресса отзывалась о них хуже, чем о любой другой профессиональной группе на финансовых рынках. Их изображали в качестве разъезжающих на "порше" торгашей, вконец испорченных людей с повышенным уровнем тестостерона, незаслуженно много получающих и пристрастившихся к кокаину вместо кока-колы. Один из первых вопросов, заданных мне доктором Найджелом Гленом (Nigel Glen), вице-президентом по рыночным услугам Международной нефтяной биржи (IPE), был о том, не собираюсь ли я выступить с нападками. Трейдеров беспокоит их имидж, заметил он. Беспокоит, но, в то же время, им немного нравится быть плохими парнями. Некоторым нравится выглядеть агрессивными, в отличие от трезвомыслящей старой гвардии. Агрессивный трейдинг – это энергия, настоящая любовь к риску, пиратский дух. В показанном по Четвертому каналу фильме трейдер с LIFFE как ни в чем не бывало принимает наркотики, даже не пытаясь скрыть это.

Саймон Рубинс рассказал мне, что когда королева открывала биржу LIFFE, один из трейдеров предупредил о своем намерении шокировать Ее величество, и если уж не продемонстрировать ей

Глава 7.

собственные ягодички во всей красе, то хотя бы показать трусы, патриотично раскрашенные в цвета британского флага. Испугавшись негативной рекламы, LIFFE строго предупредила и этого человека и его фирму о последствиях подобных действий. "В конце концов он просто не появился на открытии", – сказал мне Саймон. Многие трейдеры были разочарованы.

Во время визита премьер-министра Тони Блэра дилеры LIFFE вели себя не лучше. Встречали его весьма прохладно, пока наконец один из трейдеров, широко улыбаясь, не подошел к премьеру за автографом. Вздыхнувший с облегчением Блэр, поставил подпись исключительно ради того, чтобы получить удар ниже пояса от трейдера, выкрикнувшего: "Это не для меня, а для моего друга. Лично я о вас невысокого мнения". Все это происходило под одобрительные возгласы трейдеров, стоявших вокруг.

Трудно не воспринимать подобное поведение как, среди прочего, реакцию на жесткое давление, включая давление класса. В старые времена подобное поведение на фондовой бирже закончилось бы для вас катастрофой, но в те времена все эти "брокеры с зонтами" заканчивали одни и те же частные школы, и им не приходилось бороться за выживание в жестоком мире. Однако, сегодня ситуация совсем иная. Итоговый результат – доход или убытки – единственная оценка для трейдера.

Умирающие традиционные биржи

В 1999 на LIFFE и IPE сделки еще заключались голосом и жестами. На сегодняшний день LIFFE превратилась в электронный рынок, хотя IPE сохраняет верность традиции.

Ирония заключается в том, что LIFFE и IPE – это, по сути, новейшие из финансовых рынков. LIFFE открылась в 1982 г. IPE начала работу в 1980 г. На обеих биржах торгуются опционы и фьючерсы. Чтобы попасть в IPE вам нужно пройти через Док Святой Катерины возле моста Тауэр. Сама по себе биржа – это ничем не примечательное офисное здание, которое, тем не менее, является одним из центров мировой торговли нефтью.

На IPE торгуют нефтяными и газовыми фьючерсами. "Все это бумажные сделки", – признает Найджел Глен. Но ежедневный объем

этой бумаги огромен. Каждый день торгуются в среднем 60 тысяч нефтяных лотов, а ежедневная добыча нефти марки "брент" составляет 70 тысяч лотов. Две трети мировой добычи проходят через нашу биржу.

На первый взгляд трудно представить, что перед вами нечто столь важное. Взглянув с балкона в зал, я нашел его на удивление небольшим. Трейдеры стоят на маленьких шестиугольных металлических площадках. На одной из них торгуют нефтью марки "брент"; на другой площадке идет торговля природным газом – куда меньший по объему бизнес. Площадки – центральный элемент зала. Позади них находятся столы, будки и телефоны. Там дилеры получают распоряжения от клиентов. К потолку подвешены мониторы, показывающие последнюю цену, последние сделки и заголовки новостей, бегущие в нижней части экрана.

Трейдеры носят разноцветные жилеты. Их движения загадочны. Иногда они слоняются по площадкам, не делая ничего особенного. За этой сценой, словно арбитры, наблюдают представители IPE, работа которых заключается в наблюдении за ходом торгов. Внезапно тишина взрывается; она сменяется встревоженным гулом и активной жестикуляцией людей, выкрикивающих заявки на продажу и покупку. Дилеры неистово жестикулируют, подавая сигналы, во многом напоминающие жесты букмекеров на скачках.

"Здесь нужен действительно громкий голос. Там внизу не особенно приятное место. Раньше были женщины-трейдеры, но ...". Доктор Найджел Глен улыбнулся. Его оборвавшаяся фраза, видимо, означала, что это суровое, пахнущее потом место не подходит для женщин. Посмотрев в зал, я не увидел на торговых площадках ни одной женщины, хотя в зале присутствовали одна или две. (По иронии судьбы, вставшая во главе Лондонской фондовой биржи Клара Фурс (Clara Furse) обрела свою репутацию на LIFFE, где она вначале отстаивала "голосовую" систему торгов, но затем вынужденно смирилась с переходом к электронным торгам).

Сорокалетний Роджер Лафлин из GNI – компании, работающей на IPE, отработал на этом рынке 20 лет. Он попал сюда "с помощью связей, как и большинство людей. Мой отец был

Глава 7.

брокером на товарном рынке. Он торговал сахаром. Все очень зависит от круга твоих знакомств. Маленьким мальчиком я бывал на товарной бирже. В шестнадцать лет я начинал учеником брокера. Примерно два года спустя я был уже в торговом зале".

Лафлин рассказал мне, что, приступив к работе впервые, он не испугался: "Я ощущал крайнее возбуждение, просто пришел в восторг от всего этого". С годами объем работы вырос невероятно, но основные принципы в значительной мере сохранились. "Наша идея в том, что, примерно как на аукционе, существуют покупатели и продавцы товара, подлежащего продаже. Сделки могут заключаться по политическим или техническим мотивам". До тех пор, пока есть движение товара, есть и рынок.

Компания Лафлина работает со многими крупнейшими игроками на рынке, включая компании, занимающиеся розничной торговлей бензином или добычей нефти. Рынок существует, — подчеркнул Лафлин, потому что в торговом зале представлены около 60 компаний, участвующих в торгах, — брокеры, розничные продавцы нефти, банки, нефтедобывающие страны. Кроме того, он сделал одно важное признание. Нестабильность хороша для бизнеса и потому он вынужден признаться, что был "поклонником Саддама Хусейна, который своей непредсказуемостью создает бизнес".

По иронии, крупнейший розничный продавец нефти в Великобритании — BP Амосо, которая могла бы непосредственно работать на бирже, не делает этого. Найджел Глен, ранее работавший на BP, говорит, что, по его мнению, причина в том, что компания стала бы настолько доминирующей, что действия ее трейдеров стали бы копировать многие другие. Соответственно, BP Амосо ведет дела через различные компании, что оставляет рынкам больше возможностей поразмышлять над ее замыслами.

Как IPE, так и LIFFE настаивают, что их рынки не спекулятивны по своему характеру, а имеют серьезную экономическую основу. Они были созданы для помощи в управлении рисками. Смысл создания IPE был ясен. Крупным компаниям необходимо покупать бензин, нефть и газ. Цены, особенно нефтяные, в последние 10 лет были весьма нестабильными. В период с января по апрель 1999 года цена сырой нефти марки "бреит" поднялась сначала

с \$10 за баррель до \$14 за баррель (что уже означало 40-процентный рост), затем поднялась выше \$34 за баррель, а потом опустилась до уровня \$28. Ранее в 1990-е годы цена достигала \$40 за баррель. В 2001 году цена нефти колебалась между \$28 и \$34.

В статье, опубликованной в "Pipeline" (1999), официальном ежеквартальном журнале IPE, Джейсон Перл указывает, что нестабильность нефтяных цен в 1990-е годы была выше, чем в большинстве предшествующих десятилетий. Перл считает, что IPE сыграла положительную роль, поскольку "нефтяные фьючерсы и опционы внесли элемент стабильности и безопасности в среду, ранее отличавшуюся хронической неустойчивостью и непредсказуемостью". Его аргументы поддерживают мнение, что IPE играет не только чисто спекулятивную роль.

Хотя инвесторы покупают и продают право покупки или продажи реального физического продукта, фьючерсная торговля по-прежнему вызывает некоторую нервозность у инвесторов, даже весьма прогрессивных. В ходе исследования, проведенного в 1995 году инвестиционной компанией CIBC Wood Gundy, организациям, не использующим производные инструменты, задавали вопрос о причинах такой политики. В общей сложности 45% респондентов ответили, что уровень создаваемого производными инструментами риска не оправдывает их использования. Однако 17% также отметили нехватку знаний для подобных сделок, заставлявшую их опасаться возможных рисков.

Созданию новых рисков

В отличие от фондовых рынков прошлого, предлагавших площадку, на которой компании могли выставить на продажу свои акции, LIFFE и IPE видят свою роль более творческой. Например, IPE располагает отделом разработки новых продуктов, работающим над созданием новых видов риска и инструментов для фондового рынка. Это очень напоминает удачный ход, сделанный Майклом Льюисом в Salomon, который я описал в пятой главе. Команда развития IPE разрабатывает пробный проект по торговле выбросами. Ожидается, что правительство Великобритании объявит правила, согласно

Глава 7.

которым компании будут получать разрешения на объем производимых ими выбросов парниковых газов. Например, компания А и компания В будут обязаны сократить выбросы до 85% от текущих уровней. Компания А считает несложным снизить выбросы до 50%-ого уровня, а оставшиеся 35% выбросов она купит на экспериментальной бирже.

Отдел разработки новых продуктов также изучает возможность предложить на бирже фьючерсные контракты на погоду. Идея возникла в ноябре 1998 года, когда было объявлено о достижении соглашения между компаниями Scottish Hydro Electric и Enron. По условиям сделки, Enron должна была выплачивать компенсацию Scottish в случае падения температуры ниже определенного уровня в течение установленного периода. В то же время, Scottish должна была бы заплатить компенсацию Enron в случае подъема температуры выше указанного уровня.

Инструменты риска такого рода, планируемые к запуску на IPE, позволили бы поставщику газа застраховаться, к примеру, от хорошей погоды. Предположим, газовая компания рассчитывает продать определенный объем природного газа в течение зимы. Если погода окажется теплее обычной, потребительский спрос упадет, и компания не сумеет продать планируемое количество. Таким образом, компания может получить своего рода страховку на этот случай путем приобретения фьючерса, зависящего от температуры. Если зима выдалась теплой, компания может продать меньше газа, но прибыль, полученная от производного инструмента, покроет соответствующие убытки.

Могу представить, каким рынок станет в будущем. Производные инструменты будут иметь в своей основе температуру в Брайтоне. Газовые компании будут ставить на теплую погоду. Производители крема от солнечных ожогов приобретут страховку от противоположного риска. Если будет холодно, продажи крема упадут, но продажи газа увеличатся. В США уже осуществляются сделки подобного рода, позволяющие компаниям застраховаться от снега, града, смерчей и, может быть, даже грома. Частные лица тоже участвуют в этом, но подобные сделки очень рискованны.

По сравнению с IPE, LIFFE, пожалуй, больше озабочена

доказательством того, что цель ее существования не поощрение спекуляций, а предоставление солидным компаниям возможности застраховаться от реальных рисков. В ее рекламном буклете упор делается на то, что биржа предоставляет страховку от рисков, и особенно рисков, связанных с изменениями валютных курсов, а не инструменты для спекуляций.

Фьючерсы на нефть и газ не столь уж сложны для понимания, однако, главные риски, торгуемые на LIFFE, часто выглядят в значительной мере спекулятивными. (Если вы действительно верите в свободный выбор и свободные рынки, в спекуляции нет ничего плохого, но в прессе о ней пишут негативно, с тех пор как Уолпол обвинил фондовых дельцов в разорении промышленности.)

Как выглядят рынки

Учитывая, что эти рынки являются общественными структурами, их на удивление трудно увидеть в действии. Нельзя появиться там просто так, как можно было зайти на балкон фондовой биржи раньше, когда там был торговый зал. Нужно договориться о встрече, для чего желательно иметь знакомства. Руководство IPE согласилось на сотрудничество весьма охотно, но в случае с LIFFE мне пришлось искать трейдера, который согласился бы показать мне что и как.

К счастью, зять моего бухгалтера был трейдером на LIFFE. Когда я впервые отправился к Саймону Рубинсу из E.D.&F. Man Locals, он извинился, как только я вошел в его офис. Саймону 29 лет, и он весьма дружелюбен. Он носит короткую стрижку и выглядит слегка неуклюже в костюме, который мог бы принадлежать владельцу похоронного бюро, если бы не броский желтый галстук, полностью нарушавший этот весьма строгий образ. Центральным элементом в маленьком офисе Саймона недалеко от Кэннон-стрит был торговый терминал.

Саймон попал на LIFFE не с помощью связей. Он изучал право, но получить статус адвоката было сложно. В результате он стал юрисконсультom в компании, проводившей сделки на LIFFE. "Я

Глава 7.

наводил справки в Обществе юристов. Поскольку я ясно говорил людям, что официально не являюсь адвокатом, я не делал ничего предосудительного. Я отправлял в Общество юристов копии контрактов, которыми занимался". Саймон очень быстро оказался в гуще событий, и ему пришлось улаживать спор с крупным клиентом. Это был один из тех споров, что часто случаются в моменты резких перемены на рынке, когда многое зависит от подаваемых руками сигналов и иных жестов.

Саймон начал работать трейдером и постепенно стал частью команды, состоявшей из 16 человек. Он твердо убежден в важности психологии для подготовки хороших трейдеров. Когда я впервые пришел к нему, чтобы понаблюдать за работой LIFFE, я был в кожаной куртке и без галстука. Очень вежливо Саймон заметил, что человеку в кожаной куртке никак не может быть позволено увидеть, что здесь происходит, несмотря на то, что мне предстояло находиться в отдельной комнате, рассматривая торговый зал из-за стеклянной стены. Возможно, из-за репутации членов LIFFE как людей достаточно суровых, биржа настаивает, что никто не имеет права даже взглянуть на их работу без строгого костюма.

Полагая, что мы все-таки сможем с пользой провести время, Саймон усадил меня перед экраном монитора у себя в кабинете. "Я хочу поговорить с вами о тиках", — пояснил он.

"О тиках", — озадаченно повторил я.

На мониторе Саймон показал мне график, отражавший изменения индекса немецкого рынка облигаций. Цена менялась ежеминутно. В 10 утра значение составляло 116,48, а в 11.00 достигло уровня 116,61. Каждая единица этого числа называлась "тик". Соответственно, разница между 116,48 и 116,61 составляла 15 тиков. Каждый тик был равен £10. Купив одну единицу в 10 часов утра и продав в 11, вы могли бы заработать £150. Небольшая сделка могла бы легко принести вам доход в £2000 или убыток в £2000. Это игра не для слабонервных. Если ваши сделки в течение дня окажутся неудачными, от вас потребуют внести на депозит дополнительное обеспечение. По мнению Саймона, вряд ли имеет смысл заключать сделки на LIFFE, если вы не можете себе позволить потерять £10000 без особых проблем.

Торговые племена

Несколько дней спустя я вернулся в своем лучшем костюме и галстук, подходившими для посетителя LIFFE. Вместе с Саймоном мы прошли мимо бывшей станции Кэннон-стрит и вошли в современное здание. Охрана проверила наши имена по спискам посетителей, после чего мы поднялись вверх по неожиданно длинному эскалатору. "Здесь очень тихо", – извиняющимся тоном произнес Саймон. Тишина указывала на то, что многие трейдеры уже покинули это здание и теперь участвовали в электронных торгах из дома, из кабинета или с по мобильным телефонам, хотя для полного перехода LIFFE на электронную торговлю оставалось еще несколько месяцев.

В торговом зале биржи тоже стояла тишина. Если смотреть с балкона для посетителей, торговый зал LIFFE напоминает декорации для научно-фантастического фильма. Экраны, высвечивающие последние котировки, последние сделки и основные новости, висят над залом, как и на IPE. Здесь тоже есть шестиугольные металлические площадки, где толпятся мужчины (и вновь практически одни мужчины). В течение большей части того часа, что я провел за наблюдениями, не происходило ничего особенного. Затем вдруг безумные всплески энергии, выкрики, взмахи, жесты, прижатые ко лбу руки, мелькающие, сгибающиеся, считающие пальцы. Одним словом – трейдинг.

Картина становится еще более сюрреалистической из-за того, что трейдеры, представляющие различные организации, носят одежду различной цветовой гаммы. Цвета E.D.&F. Map – красный и белый, а работники Paribas Futures одеты в ярко-оранжевое. Цвет Prudential Bache – черный. Трейдеры, совершающие сделки на собственные средства, носят красные пиджаки. Все вместе они смотрятся как разноцветные рыбки в металлическом аквариуме. Официальное объяснение заключается в том, что людям важно знать, с кем они ведут дела, и различные цвета облегчают узнавание. Несмотря на это, все это напоминает спортивную арену, где разные команды носят форму разного цвета.

Сквозь стеклянные стены на LIFFE невозможно расслышать

Глава 7.

голоса, поэтому мы с Саймоном наблюдали шоу без звука, в ходе которого активность трейдеров иногда достигала маниакального уровня. На IPE либо голоса громче, либо стекло тоньше. Всматриваясь в происходящее сквозь стеклянную перегородку вместе с Найджелом Гленом, я постоянно слышал невнятный ропот, который временами неожиданно нарастал. Пребывая в невероятном оживлении, трейдеры выкрикивали что-то и делали различные жесты.

На обеих биржах трейдеры пользуются языком жестов для заключения сделок. В невербальном общении есть что-то примитивное, поэтому в моменты повышенной активности трейдеров у меня создавалось впечатление, что я наблюдаю за группой приматов. На LIFFE жестами можно указывать цену и количество покупаемых или продаваемых бумаг. Своего рода танец пальцев.

"Вначале идет цена", – говорит мне Саймон, – "поэтому цена сделки обозначается пальцами на вытянутой руке".

"Фактическое количество покупаемых или продаваемых бумаг обозначается на лице", – добавил он. Таким образом указывается количество лотов в сделке. Трейдеры подают сигналы в ненсловом ритме, параллельно кивая или отрицательно мотая головами.

Их действия становятся еще более похожими на поведение играющих детей или животных из-за создающегося впечатления, что в торговом зале LIFFE царит полный беспорядок. Повсюду на торговой площадке валяются обрывки бумаги. Мусор убирают в конце дня, и поэтому в районе полудня, когда я наблюдал за происходящим, пол был устлан ковром из изорванной бумаги. IPE слегка аккуратнее, но только слегка, возможно потому, что количество заключаемых сделок здесь меньше. У меня был повод вспомнить, что на немецком жаргоне ценные бумаги называют туалетной бумагой.

По краям торговых площадок как на LIFFE, так и на IPE, расположены небольшие кабинки, в сущности, телефонные будки, из которых брокеры общаются со своими клиентами. Они получают распоряжения, дают рекомендации. В этих будках на LIFFE я наконец увидел нескольких женщин. Трейдеры обычно начинают с работы на телефоне, а затем переходят на торговую площадку, где они могут заработать огромные прибыли для себя и своих компаний.

Саймон указал на нескольких интересных людей на рынке, включая трейдера из Merrill Lynch, начинавшего свой профессиональный путь боксером.

Особенно меня потрясло, с какой быстротой должны реагировать дилеры. Как говорил мне Лафлин, по его мнению, трейдер обязан обладать следующими необходимыми качествами: "агрессивностью, умением считать и опытом, и именно в таком порядке". Сейчас он руководит трейдерами, а в свое время не интересовался математикой. "Это скорее вопрос умения держать в голове цифры от 1 до 100. Хороший трейдер в зале может одновременно вести до 6 или 7 сделок. Ему надо помнить, что он покупает 6 лотов у одного и 24 лота у другого, чтобы удовлетворить заявку клиента. Думать приходится на ходу". И думать надо быстро. Найджел Глен утверждал, что многое решает хорошая физическая форма, и сделал еще одно сравнение со спортом, пояснив, что биржевые торги во многом напоминают драку регбистов за мяч.

Существуют также арбитры, работа которых – наблюдать за рынком и фиксировать заключенные сделки. Поскольку вначале все делается с помощью языка жестов, возникают споры относительно того, что имелось в виду, о какой цене или сумме шла речь. Жест, означающий продажу 1000 опционов на индекс немецкого рынка облигаций по 115,03, может быть неправильно понят как заявка на покупку по 115,13, стоит лишь забыть или неверно интерпретировать движение всего одного пальца. Поскольку каждый тик стоит £10, расхождение по этой сделке составит £10000.

Урегулирование одного из таких споров было первым делом Саймона, поскольку крупный клиент настаивал, что сделка была совершена не по той цене, о которой договорились. В результате, поскольку клиентом был крупный банк, с которым существовали долгосрочные отношения, разницу разделили, и трейдеры взяли на себя 50% убытка.

С позиции наблюдателя Найджел Глен отзывается о рынках с меньшей симпатией, чем Саймон Рубинс. "Эти рынки исключительно для краткосрочных операций", – сказал мне Глен. Он ранее работал на ВР и участвовал в разработке бизнес-планов на 15-летнюю перспективу. "Дилеров интересует только возможность сделать

Глава 7.

деньги сегодня. Если одному из этих парней сказать, что через год его ждет убыток, он ответит, что его это не волнует".

Роберт Лафлин из GNI с этим не согласен. Компании и частные лица совершают сделки на бирже по разным причинам – страхуются от будущего изменения цен, обеспечивают стабильность нефтяных поставок и, конечно, спекулируют. "Это и формирует рынок. Здесь есть люди, играющие на свои собственные деньги, и есть компании, использующие рынок для решения стратегической задачи хеджирования рисков", – отметил он.



Биржа за работой.

На обеих биржах вопрос перехода к электронным торгам вызвал долгие разногласия. Глен говорит, что многие трейдеры обожали чувство повседневной работы на рынке. Многие на LIFFE сожалеют о переходе к компьютерной торговле (к 2000 году все биржевые операции осуществлялись через компьютерные сети), и не только из-за ностальгии. Им нравится непосредственная торговля именно за ее трудность. Саймон добавил: "Сделки должны быть честными, потому что, работая, люди смотрят друг другу в глаза". Поскольку торговля стала целиком компьютерной, можно попросить

коллегу из Merrill Lynch сообщить, какие позиции Merrill Lynch собирается занять. Огромное влияние Merrill Lynch означает, что копирование ее позиций, скорее всего, принесет прибыль.

Саймон также рассказал мне, что в 1999 году он опасался, что после перехода к электронным торгам, многие трейдеры перейдут на ведение своих собственных счетов. Он предполагал, что многие из них начнут терять значительные суммы средств.

Саймон считает, что он не был особенно хорошим трейдером. Необходимо быть абсолютно самоуверенным и готовым мгновенно проявить агрессивность, а он полагает, что был не достаточно напористым и голосистым. Требуется именно мгновенная агрессивность. Также важно не раздумывать. Лафлин считает, что чрезмерная образованность тоже мешает. "Здесь не надо слишком много думать о том, что делаешь. Мне не нужен кто-то, кто станет говорить мне, что время сейчас кажется неподходящим для покупок, поскольку я должен делать то, что мне говорят клиенты", — отметил он.

Немало брокеров "сгорело" на глазах у Лафлина. "Рабочий день здесь бесконечен. В 1980-х было много разговоров о "яппи", получавших огромные зарплаты, но люди просто не осознают, сколько здесь приходится работать; на работе приходится в буквальном смысле жить и умирать". Каждое утро Лафлин начинает в 6.30. и редко заканчивает раньше 9 вечера. "Передышка не бывает. Многим и в голову не пришло бы так работать. Постоянно приходится быть на телефоне. Это очень изматывает". И все же он сказал мне: "Я люблю это дело". А затем добавил, что не представляет, что мог бы зарабатывать на жизнь чем-либо еще. Именно по этой причине многие трейдеры LIFFE сейчас планируют открыть собственные счета.

Какова бы ни была усталость, "голова должна оставаться на должном уровне, — настаивает Лафлин. А это означает держаться подальше от соблазнов этого мира". Клиенты обращаются к трейдерам за советом по поводу ситуации на рынке. "Мы даем сугубо краткосрочные рекомендации. Пытаемся понять, что произойдет на рынке в течение следующих 10 минут или 30 минут".

Лафлин добавил, что ему везло. Он сменил лишь три компании

Глава 7.

за 22 года работы. При этом он знает многих коллег, сменивших по три компании за 5 или 6 лет. "Когда-то существовала лояльность, и компании все время торговали через одну и ту же фирму, но с годами ситуация изменилась. Компании пользуются услугами нескольких брокеров, и конкуренция очень высока. Мы превратились просто в механизмы для совершения сделок".

"Для того чтобы просто стоять и дожидаться, пока что-нибудь произойдет, требуется немало физической выносливости". Найджел Глен добавляет, что знал трейдера, перенесшего в свои 27 лет три сердечных приступа. "Думаю, это сказывается стресс", – прибавил он. Саймон заметил, что LIFFE – очень жестокая вещь. Жесткая не только в финансовом, но и в психологическом плане. Другим дилерам вскоре становится известно, хорошо или нет, у вас идут дела. Неудача становится публичной – а неудача означает, что вам не удалось в данный момент понять, что происходит на рынке.

В свои 40 лет Лафлин сказал мне, что не собирается на покой. Он планирует продолжать работу еще лет пятнадцать. Желания спекулировать, открыв собственный счет, у него нет. "Стресс и без того стоил мне достаточно седых волос".

Стресс и как его вынести

Эти беглые зарисовки из жизни фондового рынка подтверждают многие из выводов, сделанных Говардом Каном и Кэри Купер в работе *Stress in the Dealing Room* (1993) ("Стресс в дилинговом зале"). Они изучили 225 дилеров, работающих на валютном рынке, со свопами, еврооблигациями и драгоценными металлами. К сожалению, они объединили полученные результаты с данными аналитических исследований, проведенных 10 различными организациями из структуры Сити. Тем не менее, представленная информация о трейдерах и дилерах выглядит весьма тревожной.

Дилеры – молодые люди. Их средний возраст всего 32 года. Большинство – мужчины. Многие из того, что они ценят в своей работе, связано с образом "мачо". Один из них отметил: "Здесь есть риск. Риск того, что кто-то получит большую часть денег. Это

реализация своего "я". Легализованная азартная игра, повышающая уровень адреналина".

Кан и Купер выяснили, что дилеры Сити подвергаются большим стрессам, чем большинство населения. Депрессия и иные виды душевных расстройств у этой категории наблюдались гораздо чаще, чем у прочих групп работников. Треть дилеров употребляли свыше 30 единиц алкоголя в неделю, а некоторые еженедельно выпивали до 95 единиц. Они в основном просиживали все время за компьютерами и уделяли очень мало времени физическим упражнениям. Проблема лишнего веса беспокоила половину дилеров. Многие указали, что приходят домой после 9 вечера, и основной удар испытываемого ими стресса нередко приходилось принимать их семьям. Некоторые сказали, что им стыдно за то, что они вымещают свои проблемы на членах семьи.

Кан и Купер были обеспокоены тем, что тип поведения, характерный для дилеров, типичен для людей с повышенным риском сердечного приступа. Это не инструкция по здоровому образу жизни для работников Сити, однако закон Йеркса-Додсона гласит, что люди реализуют максимум своих возможностей в стрессовой ситуации, но стресс не должен быть слишком велик. Кан и Купер также установили, что многие дилеры жаловались на дополнительную нагрузку, вызванную плохим руководством и необходимостью постоянно демонстрировать новые достижения. Согласно традиции, хорошие трейдеры продвигаются по службе, становясь менеджерами, но необходимые хорошему трейдеру твердость и агрессия, обеспечивающие способность к молниеносному смертельному броску, не подходят для управленцев, обязанных обучать работников и побуждать их к действию.

Можно ожидать, что ощущения страдающих от плохого управления дилеров будут противоположны "благополучию". К сожалению, Кан и Купер не пытались связать ощущение благополучия и/или уровень стресса с результативностью работы, но не исключено, что эти факторы оказывают на нее негативный эффект. Такой вывод совпал бы с результатами исследования, проведенного Лондонской школой бизнеса, о котором рассказано в главе 5.

Здесь хотелось бы рассказать о жизни и работе трейдера,

Глава 7.

работающего на один из банков. Он и его сотрудники настаивают на сохранении анонимности.

Прессинг и тревоги трейдера

День Алекса начинается рано.

Восточный Лондон, Уэппинг, 5.30. утра. Вымощенная булыжником улица примерно в миле от границ Сити.

Звонит будильник. Алекс едва может пошевелиться. Голова болит. Накануне он несколько перепил и покурил травки. Таймер включает радио, настроенное на программу финансовых новостей LBC. Но он не хочет слышать ни о фьючерсах на Токийской бирже, ни о состоянии фармацевтического рынка в странах третьего мира.

Он действует механически. Душ, бритье, костюм. В Сити нужно хорошо одеваться. Добираться до работы на велосипеде для Алекса невозможно. Фирма, в которой он обычно заказывает такси, сообщает, что в ближайшие 20 минут машины не будет. Надо было заказать вчера вечером. Он отвечает, что обратится в другую фирму.

После такого выяснения отношений он чувствует себя виноватым, но успокаивается. Выпивает залпом два стакана абрикосового сока. На улицах тихо. Он надеется поймать такси, едущее из Боу. Он не хочет прийти на работу с ощущением стресса и позволяет себе минут пять просто посмотреть на реку. У Алекса есть хобби – пираты. Он живет в 50 ярдах от места, где когда-то проплывал, а потом был вздернут на виселице капитан Кидд.

Капитан Кидд прошел вниз по Темзе на вельботе "Эдвенчур Гэллей" в 1697 году, направляясь в Индию. В походе он захватывал торговые суда с сокровищами, золото, ящики с рубинами, изумрудами и сапфирами. Он был самым классным пиратом из всех, – считает Алекс. Кидд так и не выдал место, где спрятал свои сокровища. Примерно 3 года спустя, преданный сторонниками, Кидд вновь плыл по Темзе. В цепях. На пути в Ньюгейт. Дорога на виселицу. Место казни. На этом месте в Уэппинге можно постоять

и сегодня.

Алекс стесняется своего увлечения Киддом, а, возможно, он полагает, что должен сообщить мне что-нибудь интересное с точки зрения психологии. Он говорит, что любит думать о себе как о пришедшем из прошлого пирате, идущем на большой риск ради большой прибыли. Кто-то сказал ему в самом начале работы в Сити, что "банкиры — это мечтатели". Алекс мечтает стать достаточно богатым для того, чтобы поддерживать экспедиции искателей сокровищ.

Алекс идет прочь от тихой коричневого цвета реки сквозь паутину каналов и относительно недавно построенных мостов. Он ловит такси и 10 минут спустя оказывается на Ливерпуль-стрит.

Алекс покупает и продает акции преимущественно для крупных клиентов банка. Алекса пригласили на работу после окончания Уорвикского университета, в первый же год предложив роскошную зарплату в £27000. За последующие удачные годы его базовая зарплата возросла до £75000, а премии обычно превышали £100000.

Алекс на ходу берет в кафе миндальный круасан. Он входит в отделанный мрамором внушительный холл банка и поднимается вверх по эскалатору. Ему нравится чувство принадлежности к банку, который может себе позволить следовать викторианской традиции пускать пыль в глаза, демонстрируя вкладчикам великолепные залы.

Мэтью Опп, основавший Killik & Co, сказал мне: "Брокерство на фондовой бирже не имеет большого исторического багажа. Когда люди входят в роскошные залы, это производит на них впечатление. Они словно забывают, что Банк делает все это на их деньги. Но это действительно производит впечатление на людей". Мраморные колонны оказывают психологический эффект и на отставных майоров с капиталом в £300 тысяч. Они польщены, что такие гранды брокерского дела будут присматривать за их скромными состояниями.

В последние несколько месяцев Алекс начал беспокоиться, что никогда не заработает столько, сколько мечтал. Он отправляется к кофейному автомату, поскольку нуждается в

Глава 7.

кофеине для "разблокирования" мозгов. Алекс садится за свой монитор. Он жалеет о выпитом прошлым вечером, но знает, почему пил. Кажется, он потерял профессиональную сноровку. В прошлом месяце он принес банку потерь на £750 тысяч. Еще один плохой месяц, и его уволят. Отдел кадров здесь не делает предупреждений. Они фиксируют каждую сделку, каждый случай получения прибыли и каждый убыток. Потеря £750 тысяч – верный способ получить "черную метку", если только ты не Ник Лисон. В Сити отдел кадров называют бесчеловечным отделом. Они обучены доставлять максимум мучений увольняемому.

Мучительное увольнение означает, что тебя объявляют неудачником. У тебя был шанс разбогатеть. Так, Алекс был одним из 15 выпускников, отобранных из 3000 кандидатов. Если вновь будут убытки, топор не замедлит опуститься. Его вызовут в отдел кадров и в унижительной форме потребуют очистить рабочий стол. Если он поведет себя нормально, они дадут ему рекомендации для работы во второразрядной конторе, вроде Minor League Bank of Kansas или Consolidated Bank of Nepal.

Существует определенная иерархия финансовых институтов, известная любому работающему в Сити. На одном полюсе Goldman Sachs, Salomon, Merrill Lynch, а на другом располагаются мелкие игроки. Алекс соглашается, что кто-то должен покупать и продавать и для лондонского офиса Банка Мозамбика, но предпочел бы уступить эту возможность кому-нибудь другому.

Алекс знает, что надо сконцентрироваться на мониторах. В его распоряжении 20 открытых электронных окон, но эти окна не приносят вдохновения, а вызывают лишь неприятное ощущение виноватости, будто бы он обязан был найти что-нибудь стоящее. Он знает, чего хочет. Акции, которые никто не заметил, и которыми он мог бы торговать от имени банка – желательны акции, не рекомендованные аналитиками, поскольку в этом случае он сможет приписать весь успех гениальной биржевой операции только себе.

Алекс просматривает цены на акции в Токио, где сейчас 2 часа ночи. Индекс Nikkei поднялся на 24 пункта. Он смотрит на торговый индекс в Сиднее, где время обгоняет Токийское на 2

часа. Даже в Новой Зеландии есть биржа, хотя волн оттуда практически нет.

Переходя с окна на окно, Алекс замечает нечто интересное. В Сиднее, где торги завершаются, акции Alexandria Corp – реальное имя компании он сообщить не может – торгуются по 12,22 австралийских доллара. В Токио акции той же компании котируются в долларах США и стоят \$7,95. Учитывая курс австралийского доллара к американскому, если он сейчас сумеет продать эти акции в Токио и немедленно купить их в Сиднее, он заработает по два американских цента на акцию.

На мировых рынках случаются аномалии, и иногда компьютерные программы, разработанные для их выявления, дают сбой. Подчас человеческий глаз оказывается быстрее. Алекс знает, что должен действовать быстро. Он связывается с брокером, работающим на банк в Токио, и размещает ордер на продажу 100000 акций.

Затем Алекс немедленно выходит на Сидней, размещая ордер на покупку 100000 акций. Он разумно указывает цену в австралийских долларах, поскольку не хочет, чтобы кто-либо сравнивал цены в Сиднее и Токио.

В Сиднее сделка проходит по 12,21 австралийского доллара, что на один цент лучше, чем он рассчитывал.

Сделки подтверждены. Он заработал для банка £13000. Он провел сделки как раз вовремя. Кто-то еще заметил разницу в ценах в Сиднее и Токио, и цены теперь выравниваются. Разница в 0,3% исчезла. Кто-то, возможно, заметил сделку, проведенную Алексом. У него было, вероятно, минут пять для того, чтобы оценить ситуацию и совершить сделку.

Алекс улыбается про себя. Раньше он верил в свой уникальный талант трейдера. Сейчас, когда ему 27, он уже не так уверен. Его подружка, оставившая его из-за чрезмерного употребления спиртного, постоянно задевала его самолюбие тем, что он не столь умен, как сам о себе думает. Может, она и права. Она хотела, чтобы он прошел курс терапии, сказал он мне позднее, но Фрейд для него – "психиатрический пузырь".

Глава 7.

Алекс ненавидит сомневаться в себе. Полученные £13000 означают, что в этом месяце он "в плюсе" на £83000, и в запасе есть еще восемь рабочих дней. Не шикарно, но это может убедить бесчеловечный отдел кадров пока не вышвыривать его.

Теперь Алекс чувствует себя увереннее. Уверенность совершенна необходима. Если у тебя есть уверенность, это заметно, и это чувство нарастает. Его можно превратить в прибыль. Для вдохновения он просматривает последние новости в одном из своих 20 окон. Самые толковые сделки на глаза не лезут. Не надо следовать за новостями, не говоря уже о том, что пишут в газетах. Вместо этого, надо стараться представить косвенные последствия. Психологи называют это нестандартным мышлением.

Свиньи сейчас стали частью нестандартных мыслей Алекса. Когда я впервые встретил его весной 1999 года, газеты были полны сообщений о тяжелой доле британских свиноводов. Цены на свинину резко шли вниз. Один свиновод объявил, что планирует превратить свою землю в кладбище, поскольку похоронное дело приносит больше денег, чем производство бекона. Если цены еще упадут, свиноводы начнут продавать свои фермы, подумал Алекс. Маловероятным последствием этого мог стать потенциальный рост спроса на крупную сельхозтехнику по мере разорения мелких ферм. Более крупные фермы увеличат производство, и им потребуется больше техники. Это разумно, – подумал Алекс. Однако, изучение цен опционов на акции производителей тяжелой техники разочаровывает его. Акции уже дороги; фьючерсные опционы на них – и того дороже. Он явно не был первым, кому пришла в голову эта нестандартная идея по поводу свиней.

Такой уж у него удел – удача не приходит дважды.

Предполагается, что прессинг, которому Алекс подвергается во время работы, должен стимулировать его выкладываться максимально, полностью используя рабочее время. Так и происходит, но за это приходится расплачиваться. Как отмечают Кан и Купер, приходится сомневаться в том, действительно ли люди работают максимально эффективно в условиях такого прессинга.

Интернет-трейдинг

**Некоторые сильнейшие стрессовые факторы,
создаваемые дневным трейдингом**

В Америке существует уже 100 электронных брокерских контор, однако в Великобритании этот бизнес еще в зачаточном состоянии. У фирмы Charles Schwab около 14000 клиентов, работающих через Интернет, но для ведения операций через эту фирму надо иметь у них на счете не менее \$10000. В мае 1999 года Etrade UK – первая британская брокерская контора, осуществляющая операции исключительно через Интернет, продвинулась на шаг ближе к обслуживанию широких групп клиентов. Она стала участником Лондонской фондовой биржи, а затем получила разрешение Государственной комиссии по регулированию операций с ценными бумагами и фьючерсами (SFA) на проведение сделок и оказание консультационных услуг. Etrade – это не традиционная брокерская контора, вышедшая в Интернет, а компания, которая станет первой работающей на фондовом рынке компанией Великобритании, действующей исключительно через Интернет, а ее аналитические службы станут пионерами в использовании глобальной сети как единственного способа предоставления аналитической информации.

С 1999 года многие британские инвесторы совершают сделки через Интернет самостоятельно, и это создает немислимые нагрузки. Психолог-бихевирист Б.Ф. Скиннер был бы заинтригован феноменом дневного трейдинга. Инвесторы сидят перед мониторами в течение длительного времени, покупая и продавая акции и товары. Дневные трейдеры используют собственные средства, и некоторые из них заключают до 2000 сделок ежедневно. Словно подопытные крысы Skinнера, они получают незамедлительное поощрение или незамедлительное наказание, прибыль или убыток.

Скиннер установил, что если крысы время от времени получают вознаграждение в виде пищевых гранул или сахара, они готовы нажимать на рычаг тысячи раз. От сотни нажатий крыса может получить всего два или три поощрения, но этот

глава 7.

скачкообразный график периодических поощрений заставляет ее жать на рычаг целыми днями. Интересно сравнить эту ситуацию с условиями, в которых оказываются дневные трейдеры. Скиннер, естественно, не имел возможности спрашивать крыс об их уровне неудовлетворенности. Он мог только наблюдать связь между графиком поощрений и готовностью крыс проявлять настойчивость. Вознаграждаемые время от времени крысы были готовы проявлять настойчивость бесконечно, а дневной трейдинг создает именно такую модель закрепления рефлекса.

Дневные трейдеры демонстрируют схожие черты, и иногда, как, например, в случае с Марком Бартоном из Атланты, неудовлетворенность приводит к крайним проявлениям насилия. Бартон был 44-летним химиком, получившим страховку в 600 тысяч долларов после гибели его первой жены в 1993 году. Затем он стал дневным трейдером и одним из тех, кто постоянно в убытке. В четверг 29 июля 1998 года он убил свою вторую жену, двух детей от этого брака и девять служащих брокерских фирм Атланты.

До недавнего времени терявшие деньги и впадавшие в ярость инвесторы направляли ее внутрь на самих себя, как, например, Джон Гей, потерявший состояние во время краха пузыря Южных морей в 1720 г. Убийства, совершенные Марком Бартоном – это, возможно, *исключительный случай*, но его действия также позволяют предположить, что изменения в технологии биржевых операций оказывают определенное влияние на ситуацию. Конечно, раньше подобного, похоже, не случалось. В 1929 году не было зарегистрировано случаев убийства инвесторами своих брокеров перед тем, как они решали прыгнуть вниз с выступа за окном своего офиса на Уолл-Стрит. Мэр Атланты Билл Кэмпбелл заявил, что в одной из многочисленных предсмертных записок Бартона выражалась "некоторая озабоченность по поводу потерь на рынке". Кэмпбелл настаивал, что эти убийства нельзя считать прямой реакцией на колебания рынка.

В смертельной ярости Бартон убил четырех человек в All Tech и пятерых в Momentum Securities. Эти фирмы считались гуру дневного трейдинга, продававшими инвесторам не только старый змеиный яд – надежду разбогатеть, но и уверявшими их, что они будут располагать реальной властью. Из-за вводившей в заблуждение

рекламы All Tech только что запретили в течение двух лет предлагать в Массачусетсе свои услуги по биржевому трейдингу. Защитники Интернет-трейдинга обещают, что вы можете "сидеть перед монитором и контролировать ситуацию". Бартон обнаружил, что в его случае это не срабатывает, и я подозреваю, что он отреагировал подобным образом на потерю не просто денег, а также чувства власти и контроля. До настоящего времени инвесторам приходилось заключать сделки через брокеров. Для урегулирования операций по счету у вас было три недели, и этот процесс был отнюдь не мгновенным. Сегодня трейдинг ускорился и стал более прямым, и это неизбежно создает психологическое воздействие. Трейдеры в большей мере ощущают себя участниками процесса. Вы нажимаете на клавиши, вы заключаете сделки. В напряжении. И потери, вероятно, ощущаются тоже сильнее. Крайняя напряженность дневного трейдинга тоже могла сыграть свою роль.

Случай Бартона – трагический. Срыв, случившийся с Питером Янгом, финансовым управляющим Deutsche Bank, не привел к такому насилию, но разрушение многообещающей карьеры является не меньшей трагедией. Янга обвинили в растрате крупных сумм, и он предстал перед судом в женском обличье. Психиатры утверждали, что он перенес приступ шизофрении, и некоторые связывали это с напряженностью работы в Сити. В конце концов, Янга признали неспособным участвовать в процессе. Большинство дилеров борются со стрессом в допустимых общественных рамках, но иногда дело не обходится без реальных пострадавших.

Трейдеры и образное мышление

В разных местах книги я писал, что профессионалы рынка часто сравнивают свою деятельность в Сити со своим спортивным опытом. Высокотехнологичные теннисисты, футболисты и другие спортсмены регулярно прибегают к помощи спортивных психологов для поддержания настроения. Олимпийский чемпион 1968 года по бегу с препятствиями на 440 метров Дэвид Хемери рассказывал, как он использовал образное мышление в ходе соревнований. Я думаю, в этом что-то есть для любого человека, занимающегося биржевыми

Глава 7.

операциями в условиях стрессовых нагрузок.

Спортивные психологи рекомендуют расслабиться и мысленно представить образы успеха. Ключевые образы для их клиентов выглядят так:

- удачный старт в забеге;
- перепрыгивание высоко над барьером;
- совершение максимального усилия на последнем этапе борьбы;
- объявление тебя победителем;
- стояние на пьедестале и получение наград.

Есть ли в этом что-либо, подходящее для индивидуальных трейдеров? Я думаю, да. Есть два ключевых фактора:

- релаксация;
- воображение.

Темп электронных торгов подталкивает людей, сидящих за мониторами, к слишком быстрому совершению сделок. Особенно подвержены этому риску экстраверты. Хорошим выходом из этой ситуации является самодисциплинирование путем двух или трехминутной релаксации. Включите монитор. Изучайте появляющуюся информацию. Но делайте это без ощущения того, что вы сию же секунду должны заключить сделку. Иногда вы можете упустить какую-то сделку, но, в целом, это оправдывает себя. Тактика, подходящая для чемпионов в спорте, подойдет и вам.

Когда эти 2-3 минуты истекнут, и вы почувствуете расслабление, представьте, что для вас будет означать хорошая сделка. Удачу можно вообразить в нескольких формах:

- вообразите график, отражающий рост акций;
- вообразите, как в отчете вашего банка будет выглядеть полученная вами прибыль;
- представьте как вы рассказываете партнеру – хвастаясь, конечно, – о достигнутом успехе;
- если в последнее время дела шли неважно, представьте, какое вы испытаете удовольствие, переломив ситуацию;
- затем, закрепив эти образы в памяти, обратитесь к экрану

поисках возможностей.

Этот метод может показаться детским, но это способ почувствовать, что ситуация под контролем, и ощутить уверенность. Упражнения по релаксации также отличный способ борьбы со стрессами, описанными в этой главе. В следующей главе я опишу инвестиционные стратегии нескольких гуру. Относительно каждой из них стоит отметить, что любой гуру ощущает контроль, но не над ситуациями, а над собственным выбором. Паника не должна руководить действием. Трейдеру надо, как рекомендует Лафлии, сохранять "ясную голову".

По всем признакам, информационная перегрузка будет лишь возрастать по мере открытия новых рынков и создания новых инструментов риска.

Когда я начал писать эту книгу в 1999 году, существовали планы создать новый фондовый рынок в Эмиратах. Сторонники этой идеи утверждали, что в мире нет торговли в полном смысле 24 часа в сутки. В сутках было "окно". Что делать трейдерам с момента закрытия рынка во Франкфурте около 7 вечера по Гринвичу до открытия рынков в Гонконге и Сингапуре в полночь? Может быть, занять себя мелкими операциями на крошечной бирже Тель-Авива или игрой на торгах в Бомбее? Естественно, нет. И даже в этом случае оставалось 3-х часовое "окно", когда не работал ни один международный рынок. Сегодня биржа в Эмиратах действует, так что трудоголики торжествуют, а одержимые могут быть довольны. Сегодня в мире нет и секунды, когда не работает ни один финансовый рынок, а какой-либо индекс не движется вверх или вниз, предлагая возможности для трейдинга. Рынок никогда не спит, и, как мне кажется, многим трейдерам это чертовски нравится.

Глава 8. Психология и великие гуру инвестирования

Изучающие психологию студенты могут приобрести учебники, излагающие теорию Фрейда и сравнивающие ее с идеями Б.Ф. Скиннера – психолога-бихевиориста, утверждавшего, что сознание не имеет значения. Достижения Скиннера включали обучение голубей игре в пинг-понг. Для психологов вопрос о правоте Фрейда или Скиннера имеет решающее значение. Невозможно, чтобы были одинаково верными мнение о том, что человеческое поведение в значительной мере определяется внутренними подсознательными мотивами и детским опытом (Freud, 1900, 1905), и точка зрения на человеческое поведение в значительной мере как на результат действия внешних сил, при том что личность формируется под воздействием получаемых человеком поощрений и наказаний (Skinner, 1953). Правильной может быть только одна из этих позиций. Поиск подобной абсолютной истины имеет свою темную сторону. Дэвид Макклелланд – один из крупнейших психологов послевоенного времени как-то объяснил мне, что мифом психологов была власть (Cohen, 1977). Они хотели доказать, что их идеи были правильными, а другие ошибались.

Однако, что касается теорий и стратегий инвестирования, здесь, похоже, одержимость идеей полного триумфа одной единственной стратегии не столь сильна. Сторонники теории справедливой стоимости, стратегии игры на движении, технического анализа графиков и шумовые трейдеры пытаются доказать свою правоту, но собственная правота и заблуждения других для них, пожалуй, не главное. Их основная цель практичнее – преуспеть на рынке. До тех пор, пока их идеи позволяют им получать прибыль, они не видят необходимости в том, чтобы повалить своих соперников на землю.

Такая терпимость в отношении других теорий в какой-то мере

парадоксальна. Профессиональные финансисты пропитаны духом соперничества. Большинство из тех, с кем я общался, были в принципе в курсе того, что выдающиеся теории, объясняющие работу рынка, не имеют доказательств. В этой главе я хочу рассмотреть идеи и психологические основы, стоящие за несколькими инвестиционными концепциями, в том числе:

- Идеи Бенджамина Грэма, общепризнанного самого первого и величайшего гуру инвестирования и соавтора книги *Security Analysis* ("Анализ ценных бумаг") – одной из первых работ по ценным бумагам.
- Идеи Уоррена Баффетта – величайшего в мире инвестора. Большую часть материала приходится собирать из статей и книг по так называемой "Баффеттологии" (Train, 1986; Lowenstein, 1995)), поскольку сам Баффетт более склонен публиковать мудрые изречения и забавные анекдоты, чем идеи, превратившие его в единственного миллиардера, сделавшего свое состояние исключительно на инвестировании в акции.
- Идеи Филлипа Фишера. Уоррен Баффетт утверждал, что его идеи на 85% принадлежат Грэму и на 15% Фишеру.
- Идеи Джима Слейтера, развернутые в книгах *The Zulu Principle* ("Принцип зулусов") и *Beyond the Zulu Principle* ("За пределами принципа зулусов") (Slater, 1994, 1997).
- Идеи Джорджа Сороса – еще одного крупнейшего действующего инвестора на мировом рынке (Сорос, 1988, 1995).

Я также коротко остановлюсь на идеях "мастеров" рынка рангом пониже, а именно идеях Тома Бассо (Tom Basso, 1994), выбравшего глубоко психологический подход к инвестированию.

Ни одна из их теорий на самом деле не объясняет, как работает рынок. Скорее, они объясняют, как определить успешные акции – неожиданно успешные. Многие также касаются таких критически важных вопросов, как сила бумаги и выбор времени.

Я хочу обратить внимание на биографии некоторых из этих гуру, поскольку есть свидетельства того, что их детский опыт повлиял на их инвестиционные стратегии. Выдающиеся примеры – Уоррен Баффетт и Джордж Сорос. Оба отмечали, что их инвестиционные

Глава 8.

идеи и идеалы – это отчасти дань опыту, приобретенному ими до того, как они стали профессиональными инвесторами. И Баффетт, этот мудрец из маленького городка, и Сорос – философ и филантроп – оба произвели на пишущую о них братию сильное впечатление некоторыми сторонами своей личности.

В работе *The Midas Touch* (“Прикосновение Мидаса”) Трейн (Train, 1986) неоднократно называет этих выдающихся инвесторов “фанатиками”, ведомыми “могущественной страстью”, наподобие того, как решение загадки вселенной было страстным увлечением Эйнштейна и Ньютона. Имеющиеся свидетельства позволяют предположить, что великие инвесторы прошлого и настоящего – незаурядные личности. Баффетт и Сорос создали империи, основанные на их инвестиционном опыте. Как великие музыканты или ученые часто являются людьми убежденными и одержимыми, великие инвесторы живут ради рынка. Это часть смысла их жизни.

Личные качества великих инвесторов в сравнении с личностями других высокоталантливых людей – малоисследованная тема. Тем не менее, они, вероятно, разделяют некоторые характерные черты других выдающихся талантов – настойчивость, интеллектуальность, готовность не отступать перед обстоятельствами и преданность своему ремеслу. Работы по изучению гениев (Steptoe, 1998; Eysenck, 1996) указывают, что они нередко платят высокую цену за свою одаренность. Художники вроде Ван Гога или Ричарда Дэдда, Ницше, Шуман, танцор Нижинский, великий комедиограф Жорж Фейдо и поэт Джон Клер – лишь некоторые из тех, кому приходилось лежать в психиатрической клинике. Энтони Стопп (Anthony Stopp, 1999) утверждал, что порядка 40% творческих гениев имели серьезные проблемы с душевным здоровьем.

Я не утверждаю, что Баффетт или Сорос такие же гении, как Ван Гог, или что они нуждаются в лечении, но, в порядке спекуляции на тему психологии великих людей, можно предположить, что нам следует избегать мнения о возможности простого подражания им для достижения богатства. Однако, в книгах по инвестированию часто утверждается, что с помощью этих книг и небольшой возни с цифрами в свободное от основной работы время вы сможете достигнуть таких же результатов, как Баффетт или Сорос.

Нелепость подобных утверждений становится ясной, если подумать о целях, которые мы ставим, изучая Эйнштейна или Фрейда. Конечно, мы хотим что-то узнать о психоанализе или теории относительности, но мы не рассчитываем совершить открытия, подобные совершенным этими людьми, путем подражания великим классикам.

Так почему же люди полагают, что они столь легко могут обучиться у инвестиционных гуру? Думаю, мы поддаемся этому соблазну в силу подсознательного восприятия, предполагающего, что делать деньги на рынке легко, хотя и немного бесчестно. Как в Великобритании, так и в США до сих пор в определенной мере действует “протестантская” этика отношения к работе. Ее принцип — работать и зарабатывать. Игра на фондовом рынке не является работой, и, следовательно, успех здесь скорее вопрос удачи, а не личных заслуг.

Ни один разумный человек не скажет, что невезение помешало ему стать Эйнштейном, но, в то же время, некоторые утверждают, что именно невезение помешало им купить акций Microsoft или Body Shop, или Инвестиционного товарищества Баффетта, когда они впервые появились в продаже. Если бы они оказались в нужное время в нужном месте, таком как Омаха или Брайтон; если бы они имели лишние \$50000, вместо того, чтобы раскошелиться на оплату колледжа для детей, они тоже стали бы миллионерами.

Не обязательно быть великим психологом, чтобы обнаружить во всем этом жуткую смесь славословия и самообмана.

Как и большинство особо талантливых людей, многие великие инвесторы имеют определенное тщеславие, проявляющееся в надменном философском тоне нравоучений. Будь то доморощенные концепции а ля Баффетт или идеи попперианской школы а ля Сорос. Сразу после Второй мировой войны Сорос учился в Лондонской школе экономики. Одним из его учителей был Карл Поппер — автор книги *The Open Society and Its Enemies* (“Открытое общество и его враги”) и один из ведущих философов середины XX века (Popper, 1995). Преподаватель произвел на Сороса глубокое впечатление, и он в свою очередь не оставляет попыток произвести впечатление на него. Баффетт никогда не возражал людям, называвшим его Мудрецом из

Глава 8.

Омахи, и склонен проводить аналогии между отношением к человеку со стороны рынка и Бога. Но это не тот подход, который обычно встречается в пособиях по инвестированию.

Идеи Джима Слейтера

Вероятно, из всех гуру Джим Слейтер ближе всего к реальности, и его идеи более доступны, поскольку он считает своей миссией убедить британский средний класс в достоинствах разумных инвестиций. Он утверждает, что мелкие инвесторы способны стать экспертами по одному-двум секторам рынка; и, поступив таким образом, они не только смогут получить прибыль от более быстрого роста этих акций, но будут находить также удовлетворение и в самом этом процессе.

В книге "Принцип зулусов" Слейтер рекомендует желающему разбогатеть инвестору превратиться в эксперта по какому-то одному сектору рынка. Это и есть принцип зулусов, которым, по признанию Слейтера, он обязан своей жене. Как-то раз его супруга читала статью о зулусах в журнале *Readers Digest*. Спустя несколько минут она знала о зулусах больше самого Слейтера. Затем ему пришло в голову, что если бы она прочла все книги о зулусах в местной библиотеке, то получила бы необычайное преимущество, став ведущим специалистом по зулусам в графстве Серрей. Если бы миссис Слейтер отправилась затем в Южную Африку, провела 6 месяцев в Йоханнесбургском университете и еще некоторое время в краале, она могла бы вскоре стать одним из величайших специалистов по зулусам в мире.

По мнению Слейтера, чтобы стать экспертом, такого глубокого изучения не требуется. Человек, ежедневно тратящий час на изучение различных компаний-производителей микрочипов, вскоре поймет основы этой отрасли. Для такого человека снижается вероятность совершить фундаментальную ошибку в оценке ситуации и повышается возможность правильно проанализировать финансовые данные о компаниях соответствующего сектора. Ему или ей будет проще обнаружить, какие компании обладают перспективной продукцией и идеями. Превращение в эксперта требует работы и

усилий, но не так уж и много. Понимая опасность информационной перегрузки, Слейтер полагает, что большинство людей способны стать экспертами в одной-двух областях. Не стоит рассчитывать на полное знание всех секторов рынка. Как мы увидим, только после “подготовки почвы” путем объяснения читателям, что от них не требуется ничего невозможного, Слейтер требует понимания весьма сложных математических формул, необходимых для претворения его идей в жизнь. Также интересно, что Слейтеру приходится подчеркивать необходимость знания отрасли, поскольку собственная карьера Уоррена Баффетта, как мы увидим, является хорошей иллюстрацией этого принципа.

Детский опыт инвестиционных гуру

Уоррен Баффетт родился в Омахе на Среднем Западе в 1931 году. Он рос средн ферм. Его отец был биржевым брокером, а затем стал конгрессменом. Баффетт рос в семье, где всегда следили за происходящим на Уолл-Стрит. Он интересовался рынком еще до перехода в старшие классы школы. Будучи подростком, он основал небольшую газету.

По собственным утверждениям, Уоррен Баффетт усвоил один из своих ключевых уроков в одиннадцатилетнем возрасте. Он убедил сестру вложить все ее накопления – чуть более \$100 – в компанию под названием Cities Services. При покупке акции стоили \$38. Из стоимость упала до \$27, что привело к семейным скандалам, когда совсем еще юный кудесник рынка сообщил сестре об убытке в \$11 на акцию. Она забеспокоилась, что может потерять все свои сбережения. В конце концов, акции начали расти в цене, и вздохнувший с облегчением юный Баффетт продал их по \$40, получив за вычетом комиссионных брокера чистую прибыль в размере \$5. Расстраивало его лишь то, что затем цена акций взлетела до \$100. Юный Баффетт поддался давлению клиента, но приобрел полезный опыт. Повзрослевший Баффетт очень редко сообщает клиентам о том, что он собирается делать с их деньгами, поскольку это лишь вызвало бы у них ненужное беспокойство и затруднило бы для него принятие хладнокровных решений для их же пользы.

Глава 8.

Я хотел бы сравнить Уоррена Баффетта с другим знаменитым американским “парнем из глубинки”, психиатром Карлом Роджерсом. Роджерс (Rogers, 1965) был одним из основателей гуманистической психологии и в начале 1980-х годов был выдвинут на Нобелевскую премию мира (Cohen, 1997). Роджерс вырос на ферме недалеко от Чикаго. Ему пришлось работать на земле уже в возрасте 10 лет. Как и Баффетт, Роджерс основал небольшую газету, будучи еще подростком. И, опять же как Баффетт, Роджерс с подросткового возраста интересовался возможностями заработать деньги.

В 18 лет Роджерс отправился в Китай в составе молодежной христианской миссии. Китай произвел огромное впечатление на молодого человека. Он также обнаружил возможность сделать хорошие деньги и начал импортировать в США китайские безделушки и поделки. Роджерс превратил это в небольшой, но успешный бизнес. Среди его бумаг в Библиотеке Конгресса есть банковская книжка, на которую он откладывал свою прибыль. Эту памятную вещь он хранил всю оставшуюся жизнь.

К моменту поступления Роджерса в Объединенную духовную семинарию в Нью-Йорке его китайский бизнес процветал. Однако, главной его целью было не сделать деньги, а добиться независимости от богатого отца, владевшего строительной фирмой. Собрав достаточно денег для того, чтобы никогда больше не обращаться к отцу, Роджерс бросил китайские артефакты и направил всю свою неуправляемую энергию на обучение профессии психиатра.

А вот у Баффетта интерес к увеличению капитала не ослабевал никогда. До поступления в университет он сумел скопить достаточную сумму для покупки 40 акров земли в Небраске, рассматривая это как инвестиции. Обучаясь в Университете Пенсильвании, он переписывался с Бенджамин Грэмом, соавтором книги *Security Analysis* (“Анализ ценных бумаг”), подавая ему идеи и предлагая ему свои услуги.

Бенджамин Грэм владел инвестиционной фирмой, состоявшей из четырех сотрудников, которая, возможно, была первым в истории человечества “инвестиционным бутиком”. Он был первооткрывателем концепции поиска скрытого потенциала. Двумя ключевыми индикаторами для Грэма были соотношение товарных

запасов к продажам и отношение заемных средств к собственным средствам. Грэм возражал против инвестиций в компании, долги которых превышают собственные средства. Он также считал, что можно найти компании, чья чистая стоимость не соответствует стоимости их акций. В то время это было легче, чем сейчас, когда все хорошо знакомы с идеями Грэма. Сам Грэм признал этот факт в интервью, данном в 1976 году незадолго до смерти. К его счастью, в 1940-е, 50-е и в начале 60-х годов пресса проявляла меньше интереса к финансам, и Грэм стал становиться известным только в середине 1960-х, когда прошло уже достаточно времени с первой публикации его авторитетного труда *Security Analysis* ("Анализ ценных бумаг").

Баффетт впитал идеи Грэма, как и взгляды Филиппа Фишера. Фишер в равной мере интересовался как компетентностью менеджмента, так и анализом финансовых отчетов и показателей товарных запасов компаний. Но Фишер выдвинул тезис, который Баффетт не забывал никогда. Инвестору следует поддерживать хороших управленцев, но не следует самому управлять компаниями.

К моменту, когда Баффетту исполнилось 25, он убедил соседей в Омахе вложить в его фонд \$100000. Для молодого человека это было серьезным достижением. С поправкой на инфляцию, его "фонд" начал работу примерно с 1 миллиона долларов. Баффетт пообещал своим партнерам доходность на вложенные деньги не менее 6%, а ему должны были принадлежать 25% прибыли сверх этой величины. В письме к партнерам Баффетт писал: "Я не могу обещать партнерам конкретные результаты, но я могу и обещаю следующее:

- а. объекты наших инвестиций будут определяться на основе их реальной стоимости;
- б. наша спекулятивная стратегия будет нацелена на сведение до минимума потерь от продолжительного снижения рыночной стоимости капитала (но не краткосрочных потерь от изменения котировок)".

Баффетт добился большего, чем выплаты дохода в размере 6%. Все первые инвесторы фонда Баффетта получили миллионы. Говорят, что в Омахе есть, по крайней мере, 52 миллионера, сделавших свои состояния с помощью Баффетта, инвестируя в его фонд в первые несколько лет его существования.

Глава 8.

Однако, в 1969 году Баффетт решил, что идет не в ногу со временем, и длительный период “бычьего” рынка 1960-х, в результате которого многие акции выглядели переоцененными, подходит к концу. Он вышел из рынка и справился с чувством неудовлетворенности, вызванным сокращением объема операций. В результате Баффетт не потерял деньги на “медвежьем” рынке 1973-1974 годов и смог блистательно воспользоваться преимуществами низких цен, сложившихся к концу 1974 года. Когда Баффетт вернулся на рынок, он заявил, что чувствует себя как сексуально изголодавшийся мужчина в гареме. Так много было возможностей.

Среди первых приобретений, сделанных для новой инвестиционной машины Баффетта, было много акций различных медиа-компаний. Баффетт купил 0,7%-ный пакет акций газеты Knight Ridder по \$8 за штуку и 5%-ный пакет акций рекламного агентства Ogilvy & Mather. В обоих случаях инвестиции оказались очень успешными. Гораздо позже он приобрел долю в телекомпании ABC.

В сущности, Баффетт работал по принципу зулусов (хотя Слейтер еще и не открыл его в то время), поскольку его семья действительно имела глубокие корни в медиа-бизнесе. Еще студентом его отец редактировал университетскую газету *Daily Nebraskan*. Дедушка Уоррена Баффетта по материнской линии был профессиональным газетчиком. Он был владельцем и редактором газеты *Omaha Country Democrat*. Баффетт заметил, что одной из сильнейших монополий Америки является местная газета в городке, где других газет нет. Любому местному бизнесу приходится публиковать рекламу именно в ней.

Похоже, что многие идеи Баффетта тоже уходят корнями в условия жизни небольшого городка. Он не любит компании, часто меняющие сферу деятельности и приемы работы. Стабильность – это плюс. Знаменитые американские торговые марки славятся именно этим. Среди успешных инвестиций Баффетта две американские иконы – Coca Cola и Walt Disney.

Конечно, такой домашний подход к инвестициям выглядит немного романтично. А с точки зрения циников, он лишь отражает тщательно сформированный имидж великого инвестора как обычного парня.

Психология Баффеттологии

В основе подхода Баффетта лежит понятие, которое психологи называют "гештальт". Основоположниками гештальт-психологии были немецкие психологи, показавшие, что, анализируя те или иные образы, мы склонны воспринимать их как осознанное целое. Покажите субъектам набор точек, расплывчато образующих черты лица, и они увидят лицо, а не набор точек. Мы видим целое, а не его части.

Баффетт "в глубине души" является гештальтистом. Он подчеркивает необходимость сосредоточить внимание на достоинствах компании как целого, вместо, к примеру, вопроса о том, какую цену можно получить, разделив ее и продав отдельные активы. Баффетт нередко критиковал инвестиционные портфели с постоянным оборотом. Одним из наиболее успешных фондов в 1970-х и 1980-х годах был фонд Sequoia, управлявшийся коллегой Бенджамина Грома. Инвестиционный портфель фонда практически не шевелился, и сделок совершалось мало. Тем не менее, как подчеркивал Баффетт, за счет тщательного отбора акций фонд Sequoia из года в год показывал отличный доход.

Образцом гештальтского подхода Баффетта была покупка акций American Express. В 1982 году акции American Express сильно упали в цене из-за скандала, связанного с маслом для заправки салатов. Акции компании упали с \$62 до \$35. Казалось, что компания катилась под гору. Отзывы прессы были очень критическими, но Баффетт сохранял спокойствие. Он следил за основным бизнесом American Express – путешествия, кредитные карты, дорожные чеки. Проблемы с маслом для салата не сказались на этих подразделениях. В целом, как гештальт, компания была в порядке. Рынок был охвачен паникой и перебрал с масштабами катастрофы. Баффетт стал активно покупать American Express в больших количествах, и через несколько лет бумага, стоившая \$35, поднялась в цене до \$189.

Как мы видели ранее, один из наставников Баффетта, Филип Фишер, настаивал на инвестировании только в компании с первоклассным менеджментом. Кроме того, менеджеры должны быть не из тех, что делают деньги для себя за счет акционеров.

Баффетт всегда проводил четкое различие между способностью выявить хороший менеджмент и способностью управлять компаниями. Когда Баффетт в 1985 году купил огромный пакет акций ABC, он занял место в правлении компании. Однако, влиять на повседневное управление он не хотел. В результате, он пообещал, что будет голосовать солидарно с менеджментом до тех пор, пока посты председателя правления и президента компании будут занимать те же два человека, которые занимали их в то время. Он доверял им и не собирался учить их, как лучше управлять компанией.

Одна из ключевых идей Баффетта заключается в том, что истинная стоимость акций в конце концов отразится на их рыночной цене. Главная хитрость в том, чтобы обнаружить эту бумагу раньше, чем кто-либо другой – купить дешево, а затем быть готовым ждать. Однако, определить истинную стоимость не так-то просто, и Баффетт никогда не выдавал реальную систему расчетов, используемую им для оценки истинной стоимости компании и ее перспектив.

У Баффетта также есть свои антипатии. По его словам, опыт жизни на ферме заставляет его с опасением относиться к акциям производителей сельскохозяйственной продукции, поскольку фермерам приходится держать слишком большие запасы, против чего всегда возражал Грэм. Баффетт также отмечал, что ему “не везло” с некоторыми отраслями. Он никогда не получал хороших результатов на акциях компаний розничной торговли. Здесь нам в очередной раз стоит вспомнить о полезности идеи когнитивного диссонанса. Слухи об интересе Баффетта к M&S помогли ускорению роста акций этой компании весной 1999 года. Хорошо известно, что Баффетт не доверяет акциям компаний розничной торговли, но те, кто хотел роста акций M&S забыли об этом факте, купили акции на их движении вверх, вызванном потенциальным интересом Баффетта, и потеряли деньги, когда слухи рассеялись.

Став более известным, Баффетт любит подчеркивать свою заурядность. Он живет в Омахе в доме, который купил в 1950-х годах. Баффетт создает впечатление полной противоположности человека, двигающего и потрясающего рынок. Некоторые из его изречений приобрели известность. Два из них обладают всеми качествами глубокомысленного совета. Цитирую эти правила:

- Правило №1: Никогда не теряй деньги
- Правило №2: Всегда помни Правило №1.

А вот цитата на религиозную тему:

Подобно Господу, рынок помогает тем, кто сам себе помогает. Но, в отличие от Господа, рынок не прощает тех, кто не ведает, что творит.

Обе эти запоминающиеся цитаты укрепляют образ Баффетта как стопроцентного обычного американского парня. Однако, на определенном уровне комментаторы понимают, что этот образ слегка вводит в заблуждение. Трейн не случайно назвал свою книгу о Баффетте *The Midas Touch* ("Прикосновение Мидаса"). Желание Мидаса было исполнено: все, к чему он прикасался, превращалось в золото, и эта одержимость разрушила его жизнь. Принципы Баффеттологии кажутся довольно простыми, но их применение требует абсолютной отдачи, увлеченности и концентрации на рынке, очень высокого уровня математической грамотности и доступа к информации, которая не предоставляется тем, у кого нет достаточных связей.

Несостоявшийся философ

По сравнению с Баффеттом послужной список Джорджа Сороса значительно более разносторонний, поскольку он проводил гораздо более масштабные операции как на товарных, так и на валютных рынках. Его самой знаменитой биржевой операцией, принесшей 958 миллионов долларов чистой прибыли, была игра на понижение английского фунта в 1992 году. Он сыграл в азартную игру, и брошенные кости принесли ему больше денег, чем потерял Ник Лисон.

Интеллектуальные запросы Сороса также велики. Он родился в Венгрии. Его отец перенес российский плен во время Первой мировой войны. Когда нацисты заняли Венгрию, он сумел получить для сына фальшивые документы, скрывавшие его еврейское происхождение. Соросу, как и Роберту Максвеллу, пришлось пережить нацистскую оккупацию. Однако молодой Сорос не

Глава 8.

демонстрировал ранних предпринимательских способностей, характерных для Максвелла. Максвелл, добравшись до Лондона, сразу занялся издательским бизнесом и другими делами, а Сорос поступил в Лондонскую школу экономики.

В студенческие годы в Лондоне Сорос был беден, и в определенный момент Еврейское агентство отказало ему в помощи. Послевоенный Лондон был полон одаренных беженцев из Венгрии, таких как издатель Андре Дойч и экономист Томми Балог. Однако, Сорос, похоже, был нечастым гостем в этих кругах. Ему пришлось выполнять немало низкооплачиваемой работы. В частности, он торговал обувью и работал официантом в ресторане "Веселый гусар". Не исключено, что в качестве официанта Сорос обслуживал Дойча и Балога, поскольку "Веселый гусар" был единственным в городе венгерским рестораном и любимым заведением этих двух эмигрантов и таких социалистов, как Майкл Фуг.

Лондонская школа экономики оставила неизгладимый след в жизни Сороса. Он навсегда остался в какой-то мере несостоявшимся философом. Например, Сорос отослал рукопись своей первой книги Попперу. На эту работу очень серьезное влияние оказало "Открытое общество" Поппера, и она была посвящена описанию ужасов жизни при диктаторском режиме. Вначале Поппер воспринял работу с энтузиазмом, полагая, что ее автор американец, и его аргументы – продукт художественного вымысла. Но узнав, что Сорос пережил нацистскую оккупацию Венгрии, Поппер несколько охладел к книге. Подобная реакция задела Сороса. Он отправил рукопись на полку, и она не опубликована до сих пор.

Поначалу Сорос тоже проявлял куда меньшие финансовые амбиции, чем Баффетт. В конце концов, он получил работу в Сити. Примерно к 25 годам он скопил \$5000 и с этими деньгами отправился в Нью-Йорк.

Сорос привез в Америку одну ценную идею. В то время особого интереса к европейским рынкам не было. Сорос понимал Европу и ее рынки, вероятно, лучше, чем кто-либо иной на Уолл-Стрит, и это привело к его первому инвестиционному проекту. К нему пришло озарение, в результате которого он осознал, что немецкая страховая компания Allianz стоила намного больше, чем

полагали все вокруг. Он написал аналитическую записку, в которой рекомендовалось покупать акции этой компании. Записка произвела впечатление на двух клиентов его фирмы на Уолл-Стрит. Руководители Allianz были возмущены, поскольку из проведенного Соросом анализа следовало, что они не осознавали ценности своих собственных активов. Они написали длинное письмо с опровержениями аргументов Сороса, но Сорос оказался прав. Его клиенты вложились в Allianz и получили впечатляющую прибыль.

Этот триумф положил начало формированию репутации Сороса. Он учредил свой фонд в 1969 году, но вскоре после того, как он стал баснословно богатым, Сорос стал посвящать немалую часть своих усилий работе, которую одобрил бы Поппер. Речь шла о финансировании проектов в Венгрии, способствовавших пропаганде открытого общества и, в конечном итоге, демократии. Создается впечатление, что Сорос останется в памяти людей скорее благодаря своим идеям и тому, на что он использовал свои средства, а не блестящим инвестиционным решениям.

При изучении идей Сороса важно понимать, что он человек, выживший в тяжелых условиях, и сын человека, выжившего в тяжелых условиях. Он в большей мере готов к риску, чем Баффетт. Семье Сороса приходилось рисковать, чтобы выжить при нацистах. Не случайно он более склонен к азартной игре, использованию конъюнктуры, нанесению резких ударов с последующим уходом в сторону. Этот высокорискованный подход приводил и к крупным потерям. Он едва ли подписался бы под принципами, изложенными Баффеттом в 1956 году, согласно которым инвестиций должны сокращать потери от снижения рыночной стоимости капитала.

Стратегии Сороса также отражают социологические и психологические идеи, усвоенные в Лондонской школе экономики. Он утверждает, что важно не оценивать стоимость акций или товаров, а анализировать восприятие того или иного актива и понимать, в какой момент этот актив и его восприятие начинают меняться. Сорос также считает, что рынок способствует приведению в нужное соответствие стоимости актива и его восприятия. Справедливая цена не есть некий внутренний показатель компании, который может обнаружить любой опытный бухгалтер, а это гораздо более текучая и изменчивая сущность.

Глава 8.

Если резюмировать его идеи, Сорос утверждал, что в развитии инвестиционной позиции выделяются шесть этапов.

Первый этап – еще не осознанная тенденция рынка.

Второй этап начинается, когда эта тенденция усиливается. Падение акций American Express в 1982 году с \$62 до \$35 – великолепный пример этого. Паника на рынке усилила тенденцию падения акций. Еще один пример, очень подходящий к идеям Сороса, британская политика привязки курса фунта в рамках механизма контроля курса валют Европейского экономического сообщества (ERM) в 1992 году. Задача удержания любой ценой курса фунта к немецкой марке в районе 2,95 DM за один фунт оказалась именно таким ошибочным шагом, который постоянно увеличивал проблему. Она привела к перекосам в британской экономике и не отражала экономических реалий.

Третий этап – успешная проверка рынка на прочность. Можно сказать, что в 1992 году за несколько недель до вынужденного выхода Великобритании из ERM (см. Major, 1999), валютный рынок был проверен на прочность итальянской лирой. Итальянцы, испытывавшие трудности с удержанием лиры в установленных ERM границах, были вынуждены девальвировать свою валюту на 7%. По правилам ERM, такая величина девальвации была максимально допустимой, но она не ослабила тревогу по поводу стабильности ERM.

На четвертом этапе нарастает несоответствие между реальностью и восприятием. Усилия Великобритании по сохранению фунта в рамках ERM были попыткой поддержать иллюзию – и Великобритания поплатилась за это. Именно в таких ситуациях прекрасно работает теория когнитивного диссонанса Фестингера, поскольку многие инвесторы будут специально искать информацию, подтверждающую, что на самом деле нет расхождения между реальностью и общим мнением.

Кульминация наступает на пятом этапе, и вряд ли можно рассчитывать на более драматичную кульминацию, чем та, что имела место в "Черную среду" 13 октября 1992 года. В книгах Джона Мейджора (John Major, 1999) и Нормана Ламонта (Norman Lamont, 1999), занимавшего в тот период пост лорд-канцлера казначейства

Великобритании, детали трактуются по-разному, но общая картина ясна. С утра английский фунт оказался в большой беде. К полудню учетная ставка была повышена на 2%. Ламонт рассказывает, как он следил за котировками на экране, но, несмотря на указанное значительное повышение ставки, ситуация для фунта не улучшалась. Около 14.15 он вновь повысил учетную ставку, чего раньше никогда не делалось даже в самые кризисные для фунта моменты. Ламонт утверждает, что для национальных интересов Великобритании оставаться в рамках механизма ERM было крайне важно. Кеннет Кларк, который в то время был министром внутренних дел, сказал, что теоретически он всегда верил в возможности рынков, но до того момента никогда не ощущал в реальности их огромного могущества. Повторное повышение ставки, произведенное Ламонтом, имело не больший эффект, чем первое. Британское правительство оказалось бессильным перед спекулянтами и было вынуждено выйти из ERM. Это была неистовая кульминация политики поддержания завышенного курса фунта в рамках ERM. Сумма фунтов, выставленных на продажу Соросом, была эквивалентна 10 миллиардам долларов, и он внес немалую лепту в развитие кризиса. Он выравнивал рынок в соответствии со своими представлениями. Иногда Сорос называет Черную среду "Белой средой", поскольку этот провал британской политики был его триумфом.

Последний этап этого цикла взлетов и падений Сорос называет "зеркальным отображением", когда тенденция сменяется на противоположную, и активы, стоимость которых чрезмерно снизилась, начинают расти. Джон Меривезер прекрасно воплотил эту идею в жизнь в 1987 году, когда обнаружил возможности на рынке облигаций, описанные в пятой главе.

В основе этих принципов лежит расхождение между восприятием и реальной действительностью. Принципиальное различие между Баффеттом и Соросом заключается в том, что Баффетт, верный сформулированным 40 лет назад принципам Бенджамина Грэма, рассчитывает свои операции – как он говорит – на основе скрытой стоимости активов, в то время как Сорос действует в большей степени на вдохновении.

Несмотря на всю свою психологическую искушенность, Сорос в ряде случаев также подвержен идиосинкразии, как и Баффетт,

Глава 8.

утверждающий, что ему не везет в определенных отраслях. Он говорит, что бывают дни, когда он чувствует, что на рынке что-то не в порядке, и это вызывает у него радикулит. Однако, это единственный вопрос, в котором его позиция близка доморощенному подходу Баффетта. После удачной операции 1992 года Сорос потерял миллиарды в различных сделках, в особенности, в результате поддержки иены. Он остается очень успешным инвестором, но в последнее время заявляет, что сконцентрирует усилия на благотворительной деятельности.

Рекомендации Слейтера

Ранее я говорил, что Джим Слейтер относится к тем самым гуру, чьи советы могут принести рядовому инвестору наибольшую пользу. Слейтер основал фирму Slater Walker Securities. Он был первым гуру Великобритании в области инвестиций, рекомендовавшим искать акции с низким коэффициентом цена/прибыль. Слейтер (1997) утверждает, что инвестирование в акции – одновременно и высокоприбыльный бизнес, и интересное хобби, способное приносить интеллектуальное удовольствие. Он является поклонником инвестиционных клубов, в которых несколько человек могут собрать воедино свои ресурсы и опыт. Тем не менее, одновременно Слейтер льстит мелким инвесторам, утверждая, что у них есть ряд важных преимуществ перед профессионалами.

Во-первых, они располагают меньшими средствами для инвестиций и поэтому могут более эффективно инвестировать в небольшие компании. Во-вторых, они вряд ли могут инвестировать более чем в 10 компаний, а, следовательно, могут выбрать десять самых лучших. В то же время, по словам Слейтера, инвестиционный портфель профессионала должен быть гораздо больше, и он неизбежно будет состоять не только из лучших акций.

Слейтер признает, что многие инвесторы испытывают чувство подавленности из-за упущенных, по их мнению, возможностей. Он указывает, что £10000, вложенные в компанию Racal в 1970-е годы, были бы сегодня эквивалентны сумме в 1.5 миллиона фунтов. Но отчаиваться не стоит. Слейтер уверенно утверждает, что наметанный

глаз расчетливого инвестора всегда может найти компании с хорошим потенциалом роста. Создается впечатление, что Слейтер готов поделиться большей частью своих секретов. Но это может оказаться блефом, либо дело в том, что он не стремится занять на мировой сцене такое же положение, как Баффетт или Сорос.

Многие рекомендации из книги *Beyond the Zulu Principle* ("За пределами принципа зулусов") основаны на здравом смысле. Слейтер советует вкладывать средства в компании, обладающие конкурентными преимуществами. Преимущество может заключаться в удачном названии бренда, таком как Next, или правах на интеллектуальную собственность, которыми обладают фармацевтические компании, производящие определенные виды лекарств. Если инвестору удалось выявить компанию, обладающую конкурентным преимуществом, Слейтер советует обратить внимание на компании с большим потенциалом роста. Он не склонен предъявлять какие-то особые требования в интеллектуальном уровню инвестора. Вместо этого Слейтер предлагает детально проработанную модель.

По определению Слейтера, "компании с большим потенциалом роста" могут наращивать показатель EPS (прибыль на акцию) более высокими темпами, чем в среднем по отрасли.. Он советует искать компании, у которых показатель EPS растет хотя бы на 15% в год. Он утверждает, и это мнение несомненно уходит корнями в веру Баффетта во франчайзинг, что компании, которые могут "клонировать" свои услуги, развивая сеть магазинов, ресторанов, частных клиник, имеют отличные перспективы. Успех Pizza Express какое-то время был удачным примером этого. Сейчас аналитики ожидают появления на рынке сети закусочных Pret a Manger, оказавшейся хорошей франчайзинговой компанией.

Слейтер допускает, что оценить уровень менеджмента непросто, и особенно непросто для мелких инвесторов, поскольку любая компания с агрессивной стратегией сегодня нанимает специалистов по раскручиванию. Соответственно, он рекомендует начать с арифметики. Ключевые правила следующие:

- Годовые результаты за последние 5 лет должны показывать прибыль. Убыток не должен быть зарегистрирован ни разу.

Глава 8.

- Если четыре периода роста следуют за предшествовавшим спадом, в последнем периоде коэффициент цена/прибыль должен достигать максимального уровня. Это означает, что компания действительно на подъеме.
- Акции компаний, специализирующихся на операциях с недвижимостью, в расчет не принимаются, поскольку во многом зависят от ситуации на рынке недвижимости, а не от собственного роста. Актив может расти в цене, но это может не иметь отношения к профессионализму менеджмента. Нужны брокерские прогнозы и, естественно, позитивные. Достоинство этого подхода в том, что инвесторы могут пользоваться аналитическими исследованиями других людей. Методика Баффетта и Сороса, заключающаяся в обнаружении незамеченного другими, как например, справедливой стоимости или еще не осознанной рыночной тенденции, требует как минимум углубленного анализа и доступа к информации, которую мелкому инвестору может оказаться получить непросто. Слейтер осознает ограниченные возможности мелких инвесторов в проведении самостоятельного анализа, поэтому он и считает полезными прогнозы брокерских компаний.
- Слейтер опасается компаний циклических секторов, таких как строительная отрасль. Тем не менее, для оценки потенциала роста к акциям компаний этих секторов все равно надо применять установленные им критерии.
- Наконец, Слейтер советует обращать внимание на коэффициент цена/прибыль к темпам роста прибыли (PEG). Традиционный коэффициент цена/прибыль (PER) показывает, сколько инвестору предлагается заплатить за будущий рост, и сколько инвесторы платили ранее. Слейтер считает этот показатель "однобоким". Он предпочитает PEG. Для расчета коэффициента цена/прибыль к темпам роста прибыли нужно разделить прогнозный показатель коэффициента цена/прибыль (PER) на прогнозный показатель роста прибыли на одну акцию. Предположим, компания растет на 11% ежегодно и имеет прогнозный коэффициент цена/прибыль на уровне 11. Тогда коэффициент цена/прибыль к темпам роста прибыли (PEG) будет составлять 1. Слейтер утверждает, что компании с коэффициентом PEG менее 1 особенно

привлекательны. Он рекомендует обращать внимание на компании, растущие на 15-25% в год, поскольку это устойчивый уровень роста. На основе этого принципа в 1996 году он рекомендовал акции JJB Sports и Psion, и обе компании показали хорошие результаты. JJB, похоже, достигла пика к лету 1999 года, когда она приобрела Littlewoods, однако, ее показатели оставались хорошими вплоть до 2001 года.

Анализируя в 1996 году индексы FT-SE, Слейтер пришел к выводу, что в расчетной базе FT-SE 100 было 50 бумаг, удовлетворявших его критериям. В расчетной базе индекса компаний со средней рыночной капитализацией (FT-SE Mid-250) таких бумаг было 90, а индекс компаний с небольшой рыночной капитализацией (FT-SE SmallCap) включал 160 таких бумаг. В расчетной базе индекса, включавшего 700 недавно появившихся выпусков, его критериям отвечали 60. У мелкого инвестора выбор огромен.

Следующее предложение Слейтера тоже выглядит разумным. Он советует избегать компаний, чьи директора придерживаются "откровенно броского стиля жизни". Персонафицированные номерные знаки на автомобиле – плохой признак. Фатальным может оказаться и покупка высшим руководителем компании значительной доли в футбольном клубе. Огромное эго – маленькая прибыль.

Есть еще одна категория инвестиционных гурӯ, чьи идеи я хочу рассмотреть вкратце. Это так называемый гурӯ, ориентирующийся на психологический подход и рекомендующий инвестиции по наитию.

Том Бассо, один из кудесников рынка, исповедует именно такой психологический подход. Как и многие другие, Бассо дает много разумных советов. Он утверждает, что инвесторам надо хорошо понимать самих себя, и в особенности, свой уровень переносимости риска. Далее он приводит любопытную цепочку аргументов на основе анализа конкретных ситуаций (Basso, 1994).

Бассо также предостерегает от чрезмерного выпячивания собственного "я", считая, что такой подход блокирует рациональные решения. Например, он иронизирует над самонадеянным доктором из провинции, который всегда был абсолютно уверен в своей правоте и игнорировал рекомендации своего брокера. В результате этой самонадеянности доктор потерял деньги. Один пример не может

Глава 8.

подтвердить или опровергнуть теорию. Многие хорошие инвесторы проявляют агрессивность и самоуверенность. В реальности эти качества часто связаны с развитым чувством собственного "я".

Инсайдерская информация

С инсайдерским трейдингом и использованием инвесторами приоритетного доступа к информации связано немало недавних скандалов. У мелкого инвестора редко есть возможность совершить подобное преступление. Но инсайдерский трейдинг часто носит скрытый характер.

Одна из проблем для мелкого инвестора, читающего в наше время горы инвестиционных рекомендаций, заключается в том, что часть финансовой информации доступна широкой публике в отчетах компаний и брокерских циркулярах, но получить информацию о ряде других ключевых фактов намного труднее. Например, когда Баффетт приобрел более 30% телекомпания ABC, он вошел в совет директоров компании. Однако, он пообещал голосовать солидарно с менеджментом в последующие 11 лет при условии, что председателем правления и президентом компании будут оставаться те же самые люди. Эта политика невмешательства, естественно, означала колоссальный вотум доверия этим двум людям. В отличие от большинства инвесторов, Баффетт очень хорошо знал этих двух людей. Он видел их за работой, когда они были членами элитарного круга лиц, встречавшихся с ним один раз в год для обсуждения рыночной ситуации. Он обладал психологической инсайдерской информацией, не нарушая при этом этических норм.

Не многие из инвестиционных гуру озабочены проблемой разных возможностей инсайдеров и сторонних инвесторов. Комментируя уроки великих инвесторов, Трейн, к примеру, советует следующее:

- Познакомиться с людьми, управляющими компанией;
- Поговорить с представителем компании;
- Изучать причины фанатизма, проявляемого выдающимися инвесторами.

глава 8.

мелких инвесторов, на мой взгляд, делают его наиболее полезным из всех гуру. Вам обязательно следует изучить идеи великих инвесторов, но это лишь часть стратегии повышения вашей информированности. Копирование их шагов не столь простая задача, как об этом пишут в книгах по причинам, о которых я говорил выше.

Глава 9. Наглядные примеры

"Тяжелейшая работа и дисциплина" в перемалывании цифр, по словам Чарльза Кларка, обычно служит основой прогноза повышения или понижения курса акций. Все гуру, чьи взгляды я изложил в предыдущей главе, фокусируют внимание на фундаментальных показателях или росте. Тем не менее, Кларк указывает на значимость "настроений", "ожиданий" и так называемых "шумовых трейдеров", которые им следуют, и мы имели возможность убедиться, что эти факторы влияют и на многих других участников рынка.

В начале этой книги я указывал, что политические обозреватели полагают, что избиратели в Западном мире более непостоянны в своих взглядах, чем когда-либо ранее, а аналитики считают, что то же самое относится и к инвесторам. В течение 18 месяцев с середины 1999 года до начала 2001-го на рынке наблюдались как взлеты, так и падения. Интернет-компании, высокотехнологичные компании и компании, ведущие торговые операции через свои сайты во всемирной сети, произвели на свет множество удивительных акций, вознесшихся в статистическую стратосферу. 23 июня 1999 года показатель коэффициента цена/прибыль (PER) у акций компании ARM Holdings достиг 299! К октябрю коэффициент PER у ARM превысил 500. Для акций многих компаний электронной коммерции, таких как Lastminute.com, коэффициент PER рассчитать было невозможно, поскольку прибыль компании была слишком незначительной для этого. Весной 2000 года коэффициент PER у акций Интернет-компаний часто превышал 100 или даже 1000. В компании Yahoo только 386 сотрудников, а ее

стоимость исчисляется миллиардами.

Между тем, у обычных бумаг, таких как акции известной строительной фирмы Bellway или торговой компании Great Universal Stores, показатели PER оставались на низком уровне. У Bellway в районе 8, а у GUS – 11, в то время как среднее значение PER для акций компаний, входящих в расчетную базу индекса Standard & Poor's 500 (второго по значимости американского индекса после Dow Jones) составляло 35.

Предполагается, что различия в показателях PER должны отражать то, во что рынок верит и на что надеется. В 1999-2000 годах с электроникой связывали гораздо большие надежды, чем с замороженными продуктами, и будущее, некогда считавшееся "Апельсиновым", вдруг перешло к электронике, а слово "Электроника" ассоциировалось с "Экстраординарными прибылями". Затем осенью и зимой 2000 года акции высокотехнологичных компаний вошли в длительный период снижения, который, по существу, был началом, по крайней мере, частичного рынка "медведей".

Индекс NASDAQ, сам расхваливавший свою роль в сфере высоких технологий в показывавшихся по телевидению рекламных роликах, упал с высоты более 5000 пунктов, где он находился в начале 2000 года, и в апреле 2001 года достиг района 1700 пунктов.

Baltimore Technologies, любимая бумага фирмы Killik, в апреле достигла головокружительных высот в районе £14, а затем покатила вниз по ступенькам все более низких минимумов сначала до 250 пенсов, затем 150 пенсов, и в конце даже опустилась до 61 пенса. Акции еще одной феенебельной компании Autonomy рухнули с 2480 пенсов до 235 пенсов. Акции Lastminute.com при первичном размещении котировались по 340 пенсов, а затем выросли почти до 600 пенсов. Через каких-нибудь 7 месяцев бумага торговалась в районе 50 пенсов. В столь нестабильные времена на фундаментальную стоимость, похоже, обращают намного меньше внимания, чем на имидж.

Чудо-акции в различных формах и масштабах появлялись на протяжении всей истории фондовых рынков. В 1920-х годах в бесконечность стремились цены акций радиокomпаний. Однако,

Глава 9.

иногда чудо заключается не в высоких технологиях, а в высокой калорийности. В ходе своих исследований я столкнулся с явлением, отнесенным мной к разряду "стремящихся к успеху производителей колбасных оболочек, таких как Devto International, акции которой когда-то считались изумительными". Уж если компания-производитель колбасных оболочек может стать рыночным чудом, со счетов нельзя сбрасывать ни одно предприятие, даже самое эксцентричное.

Как мы увидим, было немало скептиков, считавших высокотехнологичные акции бесприбыльной пустышкой. Ажиотаж всегда оставляет равнодушными некоторых "великих" инвесторов. Например, уже отмечалось, что Уоррен Баффетт держался от них в стороне, и такое отсутствие энтузиазма с его стороны является примером профессиональной осмотрительности. Некоторые аналитики видели в безумном росте и поиске так называемой "толстой сардельки" по выражению Эркорта (бумаги, выросавшей в цене в 10 раз, как это действительно происходило с акциями Baltimore и Money Channel, торги по которой пока приостановлены) не только алчность, но и загнивание рынка. Реальные рынки с реальными инвесторами так себя не ведут и не должны вести.

Анатомия энтузиазма

Фактически, в 1990-е годы имел место и более ранний припадок безумия, связанный с акциями биотехнологических компаний. Цены таких акций, как British Biotech, достигли пика в 1994-1995 годах. На эту параллель обратили внимание не только старые мудрецы вроде Баффетта. В электронном письме, опубликованном в 2000 году, 15-летний читатель журнала *Investors Chronicle* продемонстрировал глубокое понимание истории, сравнив "электронную лихорадку" с биотехнологическим бумом 1994-1995 годов, когда акционерные компании вроде British Biotech обещали генетические чудеса. Но в реальности сверхъестественные прибыли так никогда и не появились.

Мы видели, что рынки в прошлом часто вели себя

иррационально, но причины этого, вероятно, сложнее, чем полагают финансовые аналитики. В этой главе я намерен рассмотреть динамику акций 13 различных компаний, чья новейшая история иллюстрирует некоторые скрытые механизмы движения рынка.

Вернемся к фразе "*рынок верит и надеется*". Если вы попытаетесь вникнуть в ее смысл, то начнете понимать, что такие философы, как покойный Гилберт Райл, автор книги *The Concept of Mind* ("Понятие сознания"), называли "категориальной ошибкой" (Ryle, 1949). Рынки не могут ни верить, ни надеяться. На это способны только люди. Речь здесь идет о сумме убеждений участников рынка. Если мы хотим понять эти убеждения, понимания механизма математических расчетов будет недостаточно. Нам также придется обратить внимание на психологию акций, в том числе ряда конкретных акций.

У психологов нет точного мерила надежд и ощущений, но они, по крайней мере, разработали тесты и шкалы, такие как программа Келли для работы с репертуарными решетками, (Kelly's Repertory Grid), (Bannister and Fransella, 1977), и Список личностных предпочтений Эдвардса, (Edwards Personal Preference Schedule), (Edwards, 1959), которые предлагают практические методы изучения эмоций, убеждений и ожиданий, а также их интенсивности.

Для примера возьмем акции вымышленной железнодорожной компании Middlesex Railways. Бульварная пресса ненавидит Middlesex Railways за опоздания поездов и переполненные вагоны. Middlesex необходимо вложить деньги в покупку нового подвижного состава, но совет директоров уклоняется от принятия решений. Прибыль сегодня, а решение проблем отложим на завтра. Новый председатель совета директоров приводит новую команду менеджеров, но многие сомневаются, что у них будет правильное видение проблемы. Согласно прогнозам, все больше людей из пригородов Лондона будут вынуждены пользоваться железной дорогой из-за пробок на автомобильных дорогах и заоблачной платы за парковку. В результате у руководства железнодорожной компании возникает соблазн не проявлять особой активности.

"Мокрые" и "сухие" акции

Здесь мне хотелось бы представить на первый взгляд странную концепцию "сухих" и "мокрых" акций. "Сухие" акции не вызывают легко возникающих эмоциональных ассоциаций, а "мокрые" вызывают.

Таблица 3. Финансовые результаты Middlesex Railways.

Оборот	£350 млн.
Ожидаемая прибыль	£35 млн.
Прогноз по движению денежных средств	£8 млн. (положительный баланс)
Коэффициент Цена/Прибыль	11

Middlesex Railways – преимущественно "сухая" акция. Компания вызывает смешанные чувства: гнев пассажиров; насмешки бульварной прессы; надежды на то, что новый менеджмент сможет организовать работу; опасения, что железнодорожный надзор наложит на компанию санкции; опасения нового усиления профсоюзов; раздражение многих пассажиров, недовольных не только сервисом, но и просто необходимостью ежедневных поездок. Однако, эти чувства в основном поверхностны. Единственные "личные" чувства и ассоциации, вызываемые Middlesex, концентрируются вокруг недовольства ежедневными поездками. Поскольку Middlesex удавалось избегать крупных аварий, это недовольство ощущается не очень глубоко. Оно не вызывает личных и иногда даже бессознательных чувств и ассоциаций, вызываемых "мокрыми" акциями.

Для этой компании можно нарисовать две разных картины. Стандартный портрет (таблица 3) демонстрирует финансовые результаты, но нам следует обратить внимание также и на нестандартные показатели.

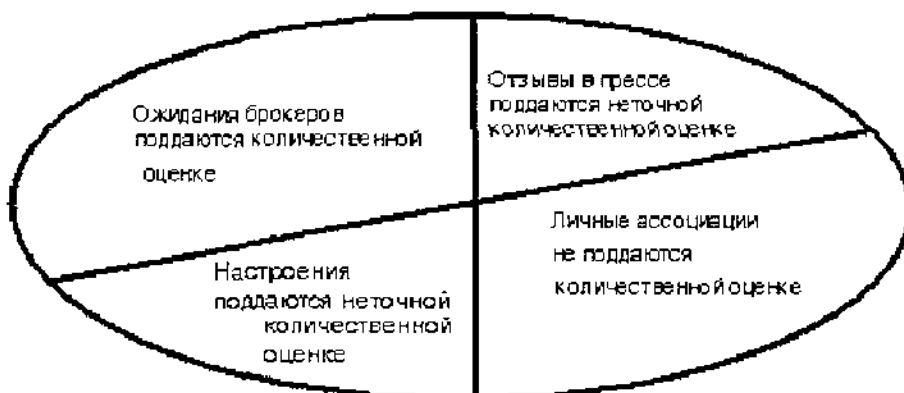
Ассоциации, вызываемые Middlesex

Ожидания в аналитических записках брокеров. Семь брокеров ожидают роста прибыли и повышения размера

выплачиваемых дивидендов. Пятеро критикуют нежелание компании вкладывать средства в новый подвижной состав. Трех беспокоит своевременность выплаты дивидендов. Трое также полагают, что компания покажет прибыль ниже прогнозируемого уровня. Профсоюзы также начинают поигрывать мускулами, что тревожит четырех брокеров, не забывших былые времена сильных профсоюзов, существовавших до того, как госпожа Тэтчер зашнуровала их в свою дамскую сумочку.

После катастрофы в Паддингтоне и трагедии Хэтфилда всем известно, что железнодорожные компании должны будут вкладывать больше средств в развитие дорог, но существует единичная точка зрения, что платить за это придется правительству.

- **Настроения.** Брокерских рекомендаций "покупать" больше, чем рекомендаций "продавать", но многие брокеры встревожены вышеуказанными проблемами.
- **Отзывы в прессе.** В основном весьма плохие.
- **Отношение общественности.** Подозрительность по отношению к железнодорожным компаниям была широко распространена еще до Паддингтона и теперь только усиливается. Менеджеров железнодорожных компаний считают "разжиревшими котами". В общей сложности 45% постоянных пассажиров считают качество услуг плохим, а 66% этих людей осведомлены о частой критике компании и постоянных нападках прессы, и это вызывает болезненные ощущения. Общественность также беспокоит то, что у профсоюзов имеется опыт организации забастовок и остановок движения поездов, что может ударить как по имиджу, так и по прибыли компании.
- **Узнаваемость бренда.** Общественность юго-восточной Англии знает компанию Middlesex Railways, но этот бренд никому не нравится так, как нравится Nike.
- **Личные ассоциации.** Многим пассажирам жаль времени, потраченного на дорогу. Это неприятно. Эти отрицательные чувства ассоциируются с компанией. Ни одна из этих ассоциаций не связана с детским опытом или сексуальностью. Ни за одной из них не скрывается что-либо глубинное. Поэтому акция этой железнодорожной компании преимущественно "сухая".



Блок-схема 1. Отношение к Middlesex Railways.

Теперь попытайтесь соединить вместе таблицу 3 и блок-схему 1. Это невозможно. Математические расчеты на этой основе неосуществимы. Вы не сможете сложить показатели движения денежных средств, оборота, прибыли или убытка с настроениями общественности или результатом анализа вероятности риска организации забастовки профсоюзом.

Но решение существует. Преобразуйте все показатели в баллы, используя серию балльных оценок, скажем, в пределах от 1 до 10. Отличный показатель движения денежных средств будет соответствовать 10 баллам; катастрофический показатель оценим в 1 балл. Аналогичная шкала позволяет оценить в 10 баллов очень позитивное отношение общественности и в 1 балл очень негативное отношение.

В результате, можно свести полученные суммы баллов в единую таблицу и сравнить Middlesex с акциями других железнодорожных компаний.

	Middlesex Railways	Superior Railways
Движение денежных средств	5/10	7/10
Отношение общественности	4/10	6/10
Расписание	8,9/10	9,2/10

Однако, методы оценки отношения общественности отличаются от методов расчета движения денежных средств и других финансовых показателей. Их гораздо труднее измерить в точных

цифрах. Поскольку многие финансовые аналитики осознают наличие этих проблем, им, похоже, часто легче полагаться на точные цифры и невнятные ремарки по поводу настроений.

Большинство рыночных профессионалов настолько привыкли повторять, что рынки связаны со страхом, алчностью и стадным инстинктом, что они, в сущности, и не думают об измерении настроений каким-либо более сложным образом. Я полагаю, что рыночная стоимость многих акций также отражает эти "эмоциональные" ассоциации.

Обладают ли акции характером?

Вопрос выглядит глупым. Акции – неодушевленные объекты. Тем не менее, люди наделяли предметы душой и характером со времен Древней Греции, и современный маркетинг создает когнитивные и эмоциональные ассоциации.

В свое время модели "Порше" считались самыми продвинутыми автомобилями, пока слишком много мобильных руководителей высшего звена не обзавелись этой маркой, которая в итоге частично утратила свою эксклюзивность. Среди других маркетинговых триумфов последнего времени сформированная у нас привычка ассоциировать шоколадные батончики "Йорки" с выносливостью. "Ягуар" – всего лишь машина – ассоциируется с элегантностью и индивидуальностью, а гигиенические прокладки символизируют возможность свободно покорять горы. А начинают маркетологи с юных потребителей. В первом выпуске Международного журнала рекламы и маркетинга для детей (*The International Journal of Advertising and Marketing to Children*, 1999) анализируются приемы персонификации шоколадного печенья "Пингвин". Превратившись в живого нахального пингвина, шоколадное печенье заклевало своих менее крикливых шоколадных конкурентов. Продажи резко взлетели вверх.

Имидж продуктов влияет на потребителей, так почему же должны быть свободны от такого влияния инвесторы, являющиеся потребителями и коллекционерами акций?

Глава 9.

В 2000 году для проводившейся в лондонском музее Виктории и Альберта выставки новых брендов я создал серию фильмов, посвященных определенным брендам, к которым одни люди испытывали любовь, а другие ненависть. Ральф Ардилл из Imagination, один из экспертов, у которых я брал интервью, говорил об изменениях "ландшафта брендов". Он утверждал, что в 1980-х и 1990-х годах бренды пытались установить тесные отношения с потребителями. По мнению Ардилла, сегодня эти задачи решать сложнее, поскольку потребители стали не только критичнее относиться к рекламе, но и лучше разбираются в приемах, используемых СМИ. Даже восьмилетние дети понимают, что бренды, вроде Nike, стараются быть "крутыми", чтобы продать им больше своего товара. "Найк", "Нестле", "Ред Булл", "Кока-кола" и "Макдональдс" тратят миллионы на создание у потребителей благоприятного впечатления о себе и положительных ощущений от покупки конкретного бренда. Учитывая огромные средства, затрачиваемые компаниями на формирование у потребителей подобных чувств, едва ли стоит удивляться, что цены на акции находятся под влиянием как сознательных, так и подсознательных эмоциональных факторов.

Аналитики фондового рынка и управляющие фондами могут не соглашаться с этим, поскольку считают, что все эти маркетинговые уловки могут сбить с толку лишь простофиль, а таких мастеров перемалывания цифр, мудрых финансовых провидцев и непревзойденных повелителей денежной вселенной, как они, на эту удочку не поймать.

Мне думается, что акции действительно имеют свой имидж или психологию, которые влияют на их восприятие и отношение к ним большинства инвесторов. Акции, которые я называю "мокрыми" относятся к сферам бизнеса, вызывающим сложные эмоциональные ассоциации, обычно связанные с семейными воспоминаниями, историей, домом, едой, детьми и, часто, сексуальностью. Такие акции обладают рядом интересных особенностей. Эти "мокрые" акции всегда упорно борются и выживают даже в трудных условиях, и главным образом потому, что сложные ассоциации, которые часто даже не осознаются инвесторами, создают определенное препятствие для их продажи.

Например, большинству людей, вероятно, будет труднее продать акции Marks & Spencer, чем Pilkington Glass, и не только по финансовым причинам, но также и потому, что M&S вызывает у инвесторов больше эмоциональных ассоциаций. Им приходилось ходить в этот магазин с мамой покупать одежду, и в качестве награды им иногда давали шоколадку. Эти семейные воспоминания вызывают ощущение безопасности. А стеклу, даже самое лучшее, не может вызвать аналогичных ассоциаций. Поэтому акции Pilkington "сухие".

Ассоциации вполне могут быть и подсознательными. Компания Marks & Spencer продает нижнее белье жителям страны на протяжении десятилетий. Брокеры-фрейдисты (небольшая группа) осознают, что M&S может вызывать подсознательные ассоциации. И эти ассоциации у разных людей будут разными. У одного мужчины дамские панталоны из M&S, которые всегда носит его жена, могут ассоциироваться с приятным, хотя и скучным супружеским сексом. У другого они могут ассоциироваться с матерью, обычно бравшей его с собой, когда она шла в магазин за покупками. Счастливые дни детства.

Как мы видели во второй главе, Фрейд серьезно интересовался игрой слов. Я полагаю, что если бы он изучал этот вопрос сегодня – особенно с учетом доминирования M&S на рынке панталон – одна вещь не ускользнула бы от его внимания. Что получится, если в M&S поменять буквы местами? S&M (Садомазохизм. Прим. перев.)? Простая случайность? Конечно. Имеет ли оно значение? Безусловно. Совпадения могут усиливать определенный образ. Но если вам необходим садомазохизм или другой секс с запредельно острыми ощущениями, M&S не тот магазин, что вам нужен.

С учетом истории и традиций у многих британцев M&S может ассоциироваться с теплотой, безопасностью, нежным сексом с любимым человеком и походами в этот магазин за одеждой с родителями в детстве. Самые экзотические ассоциации могут быть вызваны продуктовым отделом, где в конце 1970-х и в начале 1980-х появились изысканные и необычные сладости.

В качестве "мокрой" акции M&S может вызывать сильные ассоциации с безопасностью и счастьем, то есть такие ассоциации, о которых самая высокотехнологичная компания не может и мечтать.

Глава 9.

Мне думается, что эти когнитивные, эмоциональные, и подсознательные ассоциации способствуют формированию того самого неосознанного рынка настроений, к пониманию которого так упорно стремятся профессионалы фондового рынка.

За "сухими" акциями нет подобного ассоциативного шлейфа. Они в большей мере привязаны к традиционной модели, основанной на алчности и панике. Инвесторы могут проявлять большой энтузиазм в отношении "сухих" компаний, но если что-то идет не так, уровень эмоциональной поддержки у акций этих компаний гораздо ниже, и в ответ на негативные результаты анализа цифр цена резко идет вниз. Акции компаний сектора высоких технологий являются классическим примером "сухих" акций, и поэтому, когда на рынке начинается обратное движение, мало что может поддержать их стоимость, кроме скрупулезного анализа перспектив. Это предсказание было опубликовано в первом издании моей книги в начале 2000 года.

Я понимаю, что некоторым профессионалам фондового рынка эти идеи покажутся эксцентричными. И все же, попробуйте следующее.

Ассоциативный тест

Этот тест действительно дает вам шанс выбрать нужные компании, закрыв глаза и используя метод тыка.

Просьба не обманывать.

Сядьте за удобный стол. Вам потребуются блокнот, часы с секундной стрелкой и карандаш.

Откройте Financial Times или The Times. Теперь, используя "метод тыка", выберите одну компанию из индекса FT-SE 100.

Запишите название акции в верхней части колонки. Теперь у вас есть 10 секунд.

Запишите первые три слова, которые приходят вам в голову в связи с этой акцией.

Когда в вашем распоряжении только 10 секунд, успеют возникнуть

только мгновенные ассоциации.

Если вы стараетесь найти какие-то ассоциации по истечении 10 секунд, это означает, что у этой компании нет яркого запоминающегося образа. У этой компании явно слабая товарно-знаковая политика.

Если ваши ассоциации выражены скорее общими словами, не представляющими для вас конкретного персонального смысла, вам попалась "сухая" компания.

Теперь повторите упражнение с девятью другими компаниями, выбранными аналогичным способом. Лучше всего выбрать четыре компании из FT-SE 100 и пять фирм из индекса FT-SE Mid-250, в расчетную базу которого входят акции следующих по показателю рыночной капитализации 250 компаний, называемых компаниями со средней рыночной капитализацией.

Для записи трех ассоциаций по каждой компании следует использовать не более 10 секунд.

Закончив упражнение, вернитесь к своим ассоциациям. Проверьте, имеет ли для вас смысл разделение акций на "мокрые" и "сухие".

Вот некоторые из моих собственных ассоциаций:

- HK Land – собственность, Гонконг. ... запоминающихся ассоциаций нет.
- Tate & Lyle – сахарный песок, Сильвертаун, Тиббс. Я ненавижу сахарный песок и думаю об одном из объектов Tate & Lyle, на котором побывал во время работы над фильмом о банде, называвшейся банда Тиббса.
- Hoechst – химикаты, ясной картины не возникает.
- Elsevier – наука, голландское происхождение, скучные, но важные книги.
- Safeways – арахисовое масло, рождественский вертеп и секс. Когда мои дети были маленькими, они обожали арахисовое масло и постоянно упрасивали меня купить его в Safeways и в других магазинах. Позже я жил в Кемдене и обратил внимание, что у них симпатичный рождественский вертеп. Всем этим позитивным ассоциациям противостоит картина рекламного ролика компании

глава 9.

Safeways, в котором едва научившиеся ходить дети изображали взрослые отношения, флиртовали и просили об "эротическом поцелуе". Кампания была свернута, но оставила неприятный осадок. Несомненно, "мокрая" акция, но вызывающая определенное чувство нанесенного оскорбления.

Этот "тест" не покажет вам, в какие акции надо вкладывать деньги. Но его очень полезно провести до покупки акций, поскольку, если у вас возникли три негативные ассоциации, вам стоит проявить осторожность. Это можно сравнить с ситуацией, когда вы решили вложиться в гостиничную сеть, зашли в холл одного из этих отелей и были очень грубо встречены портье.

Индекс настроений

Попыток объективно оценить настрой рынка в целом и по отдельным акциям было не так много. Одна из таких попыток включить в методику оценки хотя бы настрой рынка была сделана компанией Merrill Lynch, разработавшей методику оценки акций, включавшую такие факторы, как поток новостей и настроение. По методике Merrill Lynch настроение оценивается исключительно рейтингами брокеров, рекомендующих покупать, продавать или держать акции.

Я думаю, это слишком узкое и интроспективное определение настроения. Адекватный метод измерения настроений должен включать следующие аспекты:

- рекомендации брокеров;
- комментарии прессы;
- некую попытку оценки восприятия компании инвесторами;
- ассоциации, вроде тех, что я описал выше.

Отличие "мокрых" акций, вызывающих особенно богатые эмоциональные ассоциации, от "сухих", для которых это не характерно, не означает, что последние не могут вызвать у инвесторов восторга, или что они не принесут прибыли. В действительности это означает, что главный иррациональный элемент в стоимости "сухих" акций – это уровень энтузиазма, который они способны вызвать.

Надежда на крупную прибыль является той самой эмоцией, которую они вызывают, но если перспективы меняются, эти акции будут иметь меньшую поддержку.

Тринадцать наглядных примеров

Для проверки своих идей я проанализировал 13 различных акций. Большинство из них я выбрал еще в ходе сбора материала для этой книги. Я говорю об этом, поскольку число 13 является малой выборкой для проверки некоторых из этих идей, и существует риск специального подбора акций, подтверждающих мою гипотезу. В тот момент, когда я только что подготовил план книги, я еще не имел детальной разработки своей гипотезы.

Изначально я полагал, что будет достаточно 10 акций, но в итоге добавил Barclays Bank, Baltimore Technologies и ARM Holdings.

Я считаю, что эти конкретные истории показывают, насколько любопытна взаимосвязь между ценой акций, их справедливой стоимостью, рекомендациями экспертов и "настроением", а также различия между "сухими" и "мокрыми" акциями. Полученные результаты показывают, что многие брокеры значительно хуже прогнозируют движение "мокрых" акций, чем "сухих".

Я проанализировал динамику следующих акций:

- Body Shop
- Laura Ashley
- Vodafone
- Sainsbury
- Marks & Spencer
- Allied Carpets
- British Biotech
- BP Amoco
- Barclays Bank
- Amazon.com
- Manchester United Football Club
- ARM Holdings
- Baltimore Technologies

Глава 9.

Конкретные вопросы, которые я рассматривал, пытаюсь выработать более точное понимание настроений и ожиданий, таковы:

- Каково влияние общего потока новостей на цены акций?
- Каково влияние экономических новостей на цены акций?

Как "настроение" влияет на цены? Я предлагаю два способа оценки настроений. Более узкий метод основан на рекомендациях брокеров и прессы. Более широкий метод основывается на отношении общественности, включая эмоциональные и подсознательные ассоциации, о которых я говорил ранее.

Как энтузиазм в отношении определенного продукта или технологии влияет на цену?

Поток политических новостей

В период между 1997 и 2001 годами важнейшими событиями в Великобритании и в мире были следующие:

- Победа Лейбористской партии на выборах в Великобритании в мае 1997 года;
- Возвращение Гонконга Китаю;
- История президента Клинтона и Моника Левински, приведшая к неудачной попытке импичмента;
- Продолжающаяся война против Ирака;
- Бесконечная напряженность на Ближнем Востоке;
- Нестабильная ситуация в России;
- Война в Сербии и Косово;
- Роспуск Европейской комиссии после обвинений в коррупции;
- Напряженность между Индией и Пакистаном – двумя ядерными державами;
- переворот в Пакистане в октябре 1999 года.

Исторический опыт показывает, что фондовые рынки реагируют на политические новости. Поражение Наполеона под Ватерлоо дало Натану Ротшильду возможность доминировать на рынке. Война Судного дня 1973 года и рост цен на нефть дали старт последнему продолжительному "медвежьему" рынку. Война в Персидском заливе 1991 года произвела намного меньший эффект.

Наглядные примеры

Однако, война против Сербии в 1999 году не оказала какого-либо влияния на цены фондового рынка в глобальном масштабе, хотя и привела к наиболее значительной конфронтации между Востоком и Западом со времен холодной войны. Выделяются два инцидента. Угроза президента России Бориса Ельцина прекратить сотрудничество в рамках мирного процесса и гневная реакция Китая в ответ на бомбовый удар по китайскому посольству в Белграде.

Я хочу проанализировать влияние двух событий, которые, казалось бы, должны были повлиять на цены.

Возвращение Гонконга Китаю в июне 1997 года. Как мы видим, реальное значение для рынка на протяжении последующих 6 месяцев оказывали проблемы азиатских экономик.

	27 июня	31 декабря 1997 г.
Индекс Hang Seng	15128	10722
Dow Jones	7654	7908
Лондонский FT-SE 100	4657	5135
Nikkei 225	20624	20129
Франкфуртский DAX	3805	4249
Сиднейский All Ordinaries	2699	2616
Парижский CAC-40	2893	2998

Вторым событием была война в Сербии – первая война в Европе с 1945 года при непосредственном участии НАТО. Стоит обратить внимание на уверенный рост мировых рынков, начиная с момента, когда был впервые поднят вопрос о войне, до первых бомбардировок Белграда, начавшихся в апреле и продолжавшихся до 24 июня 1999 года.

	Начало Сербской войны	Апрель 1999 г.	24 июня 1999 г.
Dow Jones	9340	10789	10522
Лондонский FT-SE 100	6175	6552	6496
Nikkei	14375	16701	17290
Франкфуртский DAX	4911	5360	5468
Парижский CAC	4092	4490	4545
Hang Seng	9858	13333	14004

Я также включил в этот анализ два ближайших к району конфликта фондовых рынка:

Глава 9.

Вена	1 172	1 282	1 326
Афины	3 373	3 523	3 950

Крупных потерь не было, тем не менее, Европа вступала в период нестабильности в результате самого интенсивного военного конфликта в Европе после 1945 года.

Парадоксально, но рынок Греции – ближайший к району конфликта – испытывал значительный рост в период войны.

Бомбовый удар по китайскому посольству в Белграде также не привел к каким-либо драматическим изменениям цен на фондовом рынке. Война в Сербии даже не заставила инвесторов скупать золото, как можно было ожидать, исходя из исторического опыта. Этот "провал", возможно, ознаменовал конец рынка золота как принципиально значимого рынка.

Окончание войны также не спровоцировало какого-либо роста на фондовых рынках. В свое время победа Великобритании в войне за Фолклендские острова привела к подъему на Лондонской фондовой бирже.

Возобновившаяся "полувойна" между Израилем и "властями" Палестинской автономии тоже не оказала заметного влияния на фондовый рынок Тель-Авива.

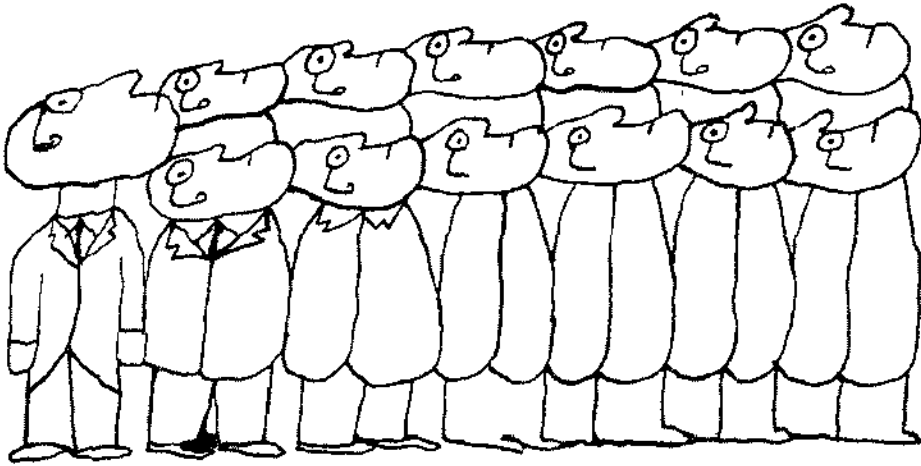
По всей видимости, из этого можно сделать вывод, что внимание рынков теперь в большей мере, чем это было в прошлом, сфокусировано на экономике.

Поток экономических новостей

Можно утверждать, что важнейшими событиями в сфере экономики после 1997 года были следующие:

- кризис экономик "азиатских тигров", таких как Малайзия и Индонезия;
- опасения краха японской банковской системы;
- российский дефолт по внешнему долгу в августе 1998 года;
- снижение учетных ставок в Великобритании, начиная с мая 1997 года;

- продолжение политики низких учетных ставок в США;
- падение доверия к акциям высокотехнологичных компаний;
- внезапные опасения, связанные с возможным окончанием американского экономического бума.



Стадный инстинкт, карикатура из *Psychology News*, №12.

Экономические новости действительно имеют значение. Фондовые рынки реагируют на экономические данные гораздо активнее, чем на политические новости. Например, дефолт по российским долгам в августе 1998 года спровоцировал падение американского рынка на 4,2% и 5%-ное падение в Лондоне.

Пожалуй, еще более удивителен тот факт, что рынки сильнее отреагировали на новости об отставке главы центрального банка Бразилии и девальвации бразильского крузейро, чем на начало авиацией НАТО бомбардировок в Косово.

13 января 1999 года, когда Бразилия девальвировала свою валюту, на фондовом рынке в Лондоне было зарегистрировано рекордное по количеству пунктов падение за всю его историю – 282 пункта. В процентном выражении падение составило 4,7%. Это меньше, чем в "Черный понедельник" и "Черный вторник" 1987 года, когда рынок упал на 11% и 12%, но все же весьма драматично. Индекс Dow Jones упал на 345 пунктов в течение двух дней после отставки руководителя центрального банка Бразилии. Парижский фондовый рынок обвалился на 5,8%. В Амстердаме торги были остановлены. В Мадриде, имеющем тесные связи с Бразилией, рынок упал на 8,2%.

Глава 9.

Иными словами, экономические события в стране, чья экономика находится примерно на 20-м месте среди развитых стран, имели намного большее влияние на цены акций на мировых рынках, чем первая за последние 50 лет война в Европе.

Многие профессионалы рынка признают приоритет экономических новостей и рассматривают процентные ставки как важнейший фактор, влияющий на цены акций, но мысль о столь слабом влиянии политических новостей, возможно, выглядит немного неожиданной. В шутку можно заметить, что фондовым биржам следует отказаться от подписки на выпуски политических новостей.

Не исключено, что недостаточное влияние политических новостей является результатом информационной перегрузки. Аналитики уделяют политическим новостям меньше внимания, поскольку им и без того приходится иметь дело с огромным объемом экономических данных и индикаторов, причем зачастую противоречащих друг другу. Они фокусируют внимание на экономике и отфильтровывают все, что им кажется не имеющим прямого отношения к рынку, в том числе и события в мире.

Наглядные примеры

Body Shop – акции, основанные на принципе удовольствия

Первые две бумаги в моем списке в значительной мере являются творением талантливых, неординарных женщин. Обе компании пережили нелегкие времена, но им помогла удивительная лояльность финансовых организаций – лояльность, которая, по-видимому, не имеет особого отношения к финансовым показателям или перспективам.

Имя Аниты Роддик приобрело широкую известность в 1980-е годы. Друзья, собравшие деньги для открытия первого магазина Body Shop, стали миллионерами. Компания произвела революцию в индустрии красоты, производя качественную, чувственную

косметику по низкой цене и занимая интересную этическую позицию по многим мировым проблемам. У Роддиков в большей мере проявляются черты добившихся успеха хиппи, чем у других предпринимателей. Их бизнес – розничная торговля удовольствием, и у них есть определенные принципы.

Акции Body Shop появились в обращении в 1984 году. Однако, в 1990-х годах дела у Body Shop пошли хуже. Анита Роддик попала под огонь критики. Ее считали слегка эгоистичной. В 1992 году компания подверглась нападкам в программе *Dispatches*, выходившей на 4-ом канале, и, хотя в конце концов Body Shop подала на канал в суд и выиграла дело, в прессе было множество негативных отзывов, а также обвинений Роддиков в лицемерии.

В конце 1990-х годов торговля шла далеко не так хорошо, как раньше. Body Shop пыталась развивать франчайзинг в Америке, но ее магазины не имели там успеха. Некоторые франчайзеры подвергли компанию критике. Комментаторы отмечали, что слишком часто умения, необходимые для открытия компании, не годились для последующего управления ей. Идею следовало заменить менеджментом.

В связи с этой критикой интересно ознакомиться с материалами за 1998 год. На газетном развороте был помещен рисунок, изображавший Аниту Роддик, беседующую с мужчиной, имеющим вид завсегдатая гостиных богатых женщин. Он спрашивает, что такая красивая женщина делает в такой дыре. Она отвечает, что является владелицей. Вот такая симпатичная и остроумная сценка.

В своем заявлении в качестве сопредседателя совета директоров компании Роддик отмечает: "Если кому-либо удалось определить разницу между стрессом и энтузиазмом, мне они об этом не сообщили". Она добавила, что компания приняла на себя дополнительный риск, поддержав производство пяти видов продукции на основе конопли. "Снять с конопли мистические табу и поддержать фермеров, культивирующих ее по всему миру, стараясь одновременно избавить мир от сухости кожи – это же здорово", – шутит Анита.

Годовой отчет бурлит хорошими репрезентативными

Глава 9.

находками (картинками с карикатурными пузырями, страницами, посвященными вопросам прав человека и так далее), но особенно интересным мне показалось то, что в нем используются образы, которые явно нацелены на создание и усиление эмоциональных ассоциаций.

Один из разворотов возвещает (своими заглавными буквами) о способности SMELL AND TOUCH влиять на наше чувство благополучия. Центральный образ – стройная девушка с вытянутыми вверх руками. Ее тело окружает пурпурная аура. Используйте продукцию Body Shop, и вы станете не только чувственными, но и одухотворенными. Роддик также продвигает имидж Руби – полноватой женщины рубенсовского типа, являющейся лицом рекламной кампании Body Shop, направленной на развитие самоуважения. Полнота тоже красива. Не заикливайтесь на худощавости, убеждает реклама. "Достойные приза лицо и фигура Руби – заря нового понимания индустрии красоты," – говорится далее в отчете, окончательно теряющем всякую сдержанность и сбивающемся на язык рекламных лозунгов.

Но несмотря на грамотную презентацию, финансовые показатели не выросли. В 1998 году прибыль на одну акцию составляла 11,8 пенса, что по сравнению с 1997 годом было незначительным повышением на 0,4 пенса на акцию. В 1995 году прибыль компании составляла 11,5 пенса на акцию. Сопредседатель совета директоров компании Гордон Роддик заявил следующее: "Предусматривавшийся нами рост прибыли оказался недостижимым". Он объяснил это тем, что продажи в Великобритании оказались "не такими сильными, как ожидалось", а также проблемами в Соединенных Штатах и последствиями азиатского экономического кризиса.

В дальнейшем положение компании не улучшилось. В январе 1999 года Body Shop выпустила предупреждение по прибыли. Как и для многих других компаний розничной торговли Великобритании, Рождество 1998 года оказалось для Body Shop весьма неудачным. *Investors Chronicle* (апрель 1999 года) отмечала, что компания каким-то образом умудрилась понести убытки во время бума на американском рынке. Прибыль упала до £3,4 млн. при обороте в £304 млн., правда, у компании были непредвиденные затраты в размере

£21 млн.

Некоторые комментаторы также язвят по поводу высококонравственных и политических принципов компании. Это правда, что косметическая продукция компании не испытывается на животных, и Body Shop выступает в защиту стран третьего мира и окружающей среды. Однако, так ли уж на самом деле кому-либо необходимо масло перечной мяты для смазывания ступней или ароматерапии? Может быть, по-настоящему просвещенной позицией был бы полный выход из косметического бизнеса, поскольку все, чем торгует компания, является "ненужной роскошью" (*Investors Chronicle*, апрель 1999 г.).

Однако, рынок продолжал оценивать акции компании невероятно высоко с точки зрения показателя коэффициента цена/прибыль (PER). Так, 18 июня 1999 года акции Body Shop торговались по 114 пенсов при коэффициенте PER на уровне 52,4. Это был самый высокий показатель коэффициента цена/прибыль среди британских компаний розничной торговли. Эта ситуация сохранялась как до, так и после назначения нового главного исполнительного директора компании, не принадлежавшего к семье Роддик. К октябрю цена акций поднялась до 118 пенсов, и, хотя финансовые показатели улучшились, коэффициент PER теперь составлял всего 37.

Перед Рождеством 2000 года акции Body Shop стоили около 125 пенсов. Затем компания понизила прогноз по прибыли, и ее акции упали до 95 пенсов, но по-прежнему пользовались большим спросом, чем акции других компаний розничной торговли, хотя коэффициент PER оставался на уровне 37.

Что показывает сравнение коэффициента цена/прибыль компании Body Shop с аналогичными показателями других компаний розничной торговли? Показатели PER у других компаний розничной торговли были следующие:

	Июнь 1999	Октябрь 1999
Dixons	34	28,9
W.H. Smith	26	17
Boots	20,6	15
Great Universal Stores	15,5	15,3
Body Shop	52,4	37

Глава 9.

Высокий показатель PER у Body Shop поразительно близок к технологическим чудо-акциям, таким как Vodafone. В поисках сравнимого соотношения цены и прибыли вам придется покопаться среди таких "чудо-компаний", как Pearsons, которую сейчас также возглавляет динамичная женщина. А для компании Boots единственный выход – акцентировать внимание на парфюмерии и пригласить на должность директора женщину.

Одной из причин может быть просто то, что Анита Роддик продолжает гипнотизировать инвесторов и внушать нам надежду, что она и ее муж обнаружат новую формулу, соответствующую духу времени, и получают колоссальную прибыль. Body Shop – бумага с высоким уровнем эмоциональных ассоциаций, почти акция мечты, и "цифродробилки" из Сити не могут перед ней устоять. А соблазняются они, сами того не осознавая, менее выраженными ассоциациями – чувственностью, сексуальностью, весельем. Body Shop торгует удовольствием. Если вы виновны в супружеской неверности, вы приносите жене "Шанель". А если вам хочется пошалить, вы используете массажные масла от Роддик.

Есть и один дополнительный фактор. Психологи знают, что ароматы могут активно будить воспоминания. Body Shop в какой-то мере осознает финансовую ценность ассоциаций, построенных на ароматах, но я хотел бы заметить, что ни одно объяснение их упорно высокого коэффициента PER не может позволить себе игнорировать вызываемые компанией приятные ассоциации.

Рекомендации брокеров: рекомендаций мало; есть рекомендации "покупать" и "продавать".

Факторы настроения: Анита Роддик, независимо от отношения к ней; воспоминания о потрясающем успехе и надежда на повторение этих прекрасных показателей. Продукция Body Shop при помощи запахов активно будит воспоминания, как эротические, так и финансовые.

Показатель энтузиазма: ничего технологического, но супруги Роддик действительно вызывают некоторое волнение.

Laura Ashley – дизайн для жизни

Пережившие крутое падение акции фирмы Laura Ashley

несомненно стали бы грошовой бумагой, если бы не лояльность и почти сентиментальная привязанность одного из руководителей такого крайне несентиментального учреждения как Goldman Sachs.

В 1970-х и 1980-х годах Лаура Эшли была очень модным дизайнером. Создаваемые ей яркие модели одежды и домашние интерьеры пользовались спросом в Великобритании, Соединенных Штатах и даже в Японии. Ее дизайн представлял своеобразную и определенно очень английскую привлекательность. Компания выиграла от приобретенной Великобританией репутации дизайнерского центра, которая впервые утвердилась в 1960-х годах как часть свингующего Лондона. Первоначально, ее очень нежный дизайн обладал почти что скрытой иронией, мгновенно создававшей образ английского наследия.

К началу 1990-х шик Лауры Эшли был утерян. Дизайнерская концепция не особенно изменилась. Комментаторам казалось, что компания утратила свой творческий подход. Были также проблемы, связанные с генеральным директором компании. О сэре Бернард Эшли пресса отзывалась не слишком лестно. Сэр Бернارد был мужем Лауры Эшли. *The Times* (29 апреля 1999 г.) обвиняла "вспыльчивого сэра Бернарда" в неспособности смириться с тем, что компания перестала быть семейным бизнесом с момента выхода ее акций на рынок.

Проблемы отражались на цене акций. В 1994 году они находилась в районе 100 пенсов. Затем в 1996 году, когда прибыль достигла примерно £10 млн., цена акции выросла примерно до 200 пенсов. В 1997 году прибыль компании составила £16 млн., а акций по-прежнему торговались в районе 200 пенсов. Затем компания вступила в полосу проблем. Ее ассортимент выглядел слишком традиционным и не слишком современным. За 1998 год убытки компании превысили £49 млн.

Laura Ashley никогда не была крупной компанией. Тем не менее, ее акции поддерживала удивительная лояльность. Когда прибыли упали, а особенно сильно они упали после смерти Лауры Эшли, Джон Торнтон из Goldman Sachs нашел малазийскую компанию, готовую вложить в этот бизнес £25 млн.

В октябре 1998 года компания Laura Ashley закрыла пять

Глава 9.

крупных магазинов в Соединенных Штатах и объявила о продаже еще пяти магазинов. Акции компании упали до 14 пенсов с вершины того года на уровне 58 пенсов.

Торнтон, похоже, с самого начала проявлял личный энтузиазм в отношении компании, хотя некоторые из его критиков и утверждают, что он изначально ошибся в оценке перспектив, но, по крайней мере, проявил порядочность и не сбежал с корабля. *The Times* отмечала, что компания все еще держится на плаву благодаря Джону Торнтону, "поддерживающему в старушке жизнь".

Малазийская фирма, которую Торнтон убедил спасти компанию Laura Ashley, теперь должна была предоставить еще £25 млн. для продолжения производства клетчатых рубашек, юбок и скатертей. *The Times* вопрошала, что "в ней нашел" г-н Торнтон. Задав этот вопрос, газета так и не смогла на него ответить.

The Times отмечала, что стратегия Торнтона заключалась в превращении фирмы в закрытую акционерную компанию, с тем чтобы дать владельцам возможность уйти от "последующего негодования" акционеров. Если это действительно было так, тогда, конечно, чем ниже курс акций, тем дешевле обойдется последующая реприватизация.

Негативная оценка *The Times* не оказала заметного влияния на цену акций компании. К 18 июня 1999 года перед размещением дополнительного выпуска акций среди акционеров компании по льготной цене котировки упали до 12,25 пенса. Затем цена поднялась до 13 пенсов. К октябрю акции поднялись до 17 пенсов, показав, по сути, 25%-ный рост. К 2001 году ситуация стабилизировалась, а цена акций компании на 22 января составляла 18 пенсов. Затем, по мере того как деятельность компании начала приносить плоды, ее акции выросли до 26 пенсов. Компания даже выплатила дивиденд.

Учитывая такое количество проблем, мы должны отдать должное тому, что Laura Ashley сумела выжить.

Рекомендации брокеров: немногочисленные.

Факторы настроения: верность типично английскому дизайну, лояльность.

Vodafone – чудо мобильной связи

Мобильные телефоны не вызывают очевидных эмоциональных ассоциаций, и если акции выпускающих их компаний и оказались среди чудо-бумаг в период между 1996 и 2000 годами, то в основном благодаря огромному энтузиазму в отношении этой технологии. Еще лучше то, что эта технология не слишком сложна. Понять ее способен любой, и на заре биотехнологических проблем этот факт, вероятно, поддержал цену. К акциям высокотехнологичных компаний существует подозрительное отношение, поскольку многие люди не понимают этих технологий.

Vodafone вышла на фондовый рынок в 1995 году. Фирма выиграла в результате того, что сектор мобильных телефонов вошел в моду после 1996 года, когда казалось, что мобильные телефоны превратились в необходимый атрибут современной жизни. Компания утвердилась в качестве лидера рынка. Vodafone – "сухая" акция. Мобильные телефоны пока не вызывают особых ассоциаций.

В октябре 1998 года брокеры ABN Amro рекомендовали покупке. К ноябрю цена поднялась до 846 пенсов, и количество рекомендаций на покупку увеличилось, хотя коэффициент PER составлял в тот момент 46.

1 января 1999 года цена акции Vodafone составляла 975 пенсов. К весне 1999 года показатели компании были столь сильными, что многие брокеры рекомендовали инвесторам продавать акции BT и использовать эти деньги для покупки акций Vodafone. 30 апреля цена бумаги выросла на 12 пенсов до 1151 пенса, поскольку к тому моменту ее уже приравнивали к бумагам Интернет-компаний.

6 июня 1999 года *Observer* советовал читателям следить за Vodafone, которая, как ожидалось, должна была в следующий вторник отчитаться о прибыли в размере от £872 млн. до £916 млн. Тем не менее, брокеры отмечали, что бумаге, несмотря на огромные усилия, никак не удастся прорвать сопротивление на отметке 1250 пенсов.

Позднее в том же месяце Vodafone преодолела этот барьер. 18 июня ее цена достигла 1308 пенсов. Показатель PER у Vodafone составлял на тот момент 69,4, тогда как у Cable and Wireless он

Глава 9.

равнялся приблизительно 26, а у JWE Telecom этот показатель был на уровне 18.

Покупка компании Airtouch вознесла Vodafone еще выше в расчетной базе индекса FT-SE 100. К октябрю 1999 года компания по рыночной капитализации и цене ее акций вышла на Лондонской фондовой бирже на второе место после BP Amoco. Показатель PER достиг 72.4. Затем по акциям Vodafone был проведен сплит. Но главные опасения связывались с тем, что рынок уже не сможет расти с прежней скоростью. В 2000 году бумага стала крупнейшей в Великобритании, отгнав BP на второе место, но с того времени они успели поменяться местами.

Самым интересным аспектом роста Vodafone было то, что сила энтузиазма оказалась достаточной для преодоления опасений, связанных с риском неоплаты пользователями счетов за разговоры в кредит и возможной угрозой здоровью. Весной и летом 1999 года появились ужасные истории, утверждавшие, что излучение мобильных телефонов способно повредить мозг. Поначалу рынок справлялся с риском судебных исков и негативной рекламы. Однако затем агрессивно настроенные адвокаты начали поиск клиентов, для мозга которых использование мобильных телефонов имело негативные последствия.

Когда пресса начала подчеркивать медицинские риски, связанные с биотехнологическими компаниями, это серьезно ударило по цене их акций. В случае с Vodafone аналитики в основном игнорировали эти негативные факторы. Газета *Sunday Times* (20 июня 1999 г.) утверждала, что "акциям еще есть куда расти". Vodafone достигла уровня в 342 пенса, но потом бумага откатилась назад.

Однако, в конце 2000 года американские адвокаты объявили о подаче иска по поводу рака мозга. Иск был подан не непосредственно против Vodafone, но против компаний-производителей сотовых телефонов. Это могло принести им не меньшие убытки, чем потери табачных компаний от подобных судебных исков. Тем не менее, история с излучением, похоже, не повлияла на цену акций в той мере, в какой на ней сказались плохие результаты Nokia и других производителей сотовых телефонов, таких как Motorola и Ericsson, объявивших, что продажи оказались ниже ожиданий. Существуют

опасения, что потребителям не понадобятся все те модные новые возможности, которые могут обеспечить последние модели сотовых телефонов. К маю 2001 года цена акций Vodafone снизилась а район 200 пенсов, а коэффициент PER был равен 54.

Внушительные размеры Vodafone обеспечивали определенную защиту, но акции более мелких телекоммуникационных компаний, таких как Kingston Communications, резко упали в цене с уровней выше £10 до отметок ниже £1,40.

Рекомендации брокеров: постоянно оказывались правильными.

Факторы настроения: нет.

Показатель энтузиазма: высокий, благодаря растущему рынку мобильных телефонов и связи с сектором Интернет-компаний.

Акции следующих двух компаний давно сидят в расчетной базе индекса FT-SE 100. Эти компании имеют глубокую историю. Судьба обеих показывает, что компания, вызывающая сильные ассоциации, может сохранять удивительно высокий показатель PER, несмотря на такие отзывы прессы, которые быстро привели бы к закрытию любого спектакля в Уэст-Энде. Некоторые акции нравятся людям, а те, кто выступает против них, чувствуют себя так, словно предают друга семьи.

Sainsbury – обычно три по цене двух

Sainsbury – бакалейная сеть времен королевы Виктории – в 1960-х и 1970-х годах превратилась в сеть супермаркетов. В те десятилетия Sainsbury была новатором и лидером рынка, магазином для среднего класса. Только в 1990-х ее обогнала компания Tesco. В течение уже 5 лет менеджмент Tesco считается более динамичным. Например, эта компания первой ввела дисконтные карты для поддержания привязанности покупателей. Тем не менее, у Sainsbury был и сохраняется имидж надежной, первоклассной компании.

Sainsbury – не обычная компания, поскольку 35% ее акций по-прежнему принадлежат членам семьи. Специалисты часто жалуются, что в результате этого ей не приходится подчиняться "дисциплине рынка".

Глава 9.

Реальные проблемы для Sainsbury начались в конце 1990-х годов, когда возникло общее ощущение, что компания сбилась с курса. Длительная борьба с Tesco постепенно клонилась к поражению.

Тем не менее, в августе 1998 года брокерская компания Charterhouse Tilney рекомендовала держать эти акции. Компания уловила перемены в развитии Sainsbury и указывала, что, судя по банковским операциям, дела у Sainsbury идут хорошо. 25 сентября 1998 года, когда цена акций Sainsbury составляла 567 пенсов, фирма Charles Stanley тоже рекомендовала держать эти акции.

Рекомендации "продавать" последовали только спустя два месяца. К ноябрю Williams de Broe и Peel Hunt рекомендовали продажу. В декабре Charterhouse Tilney изменила свою рекомендацию в момент, когда цена акций составляла 528 пенсов. Примерно через 2 недели при цене 476 пенсов SG Securities рекомендовала продажу. К началу 1999 года цена акций составляла 480 пенсов.

После этого падение продолжилось, но, как мы увидим, с точки зрения показателя PER, Sainsbury по-прежнему превосходит все прочие сети супермаркетов, за исключением Tesco. Это удивительно, если учитывать глубину проблем Sainsbury в течение большей части 1998-2000 годов.

Трудности Sainsbury можно выделить, сравнив последнюю рекламную кампанию фирмы (в конце 1998 и начале 1999 г.), где главную роль играл Джон Клиз, с давно идущей рекламой Tesco, в которой главную роль исполняет Прунелла Скейлз.

Tesco использовала Прунеллу Скейлз в образе суетливой, вызывающей раздражение и озабоченной ценами покупательницы средних лет. Прунелла Скейлз приобрела известность благодаря роли жены Джона Клиза в классической комедии *Fawlty Towers*. Поэтому Sainsbury решила нанять для своей рекламы Джона Клиза. В то время как Tesco предоставила Прунелле Скейлз роль персонажа совершенно непохожего на ее роль в *Fawlty Towers*, Джон Клиз так и остался верен прежнему образу своего невротичного и дерганного персонажа из *Fawlty Towers*.

Клиз каждую неделю выкрикивал в мегафон суперпредложения от Sainsbury. Приглашение Клиза для игры против

Скейлз неизбежно выглядело отголоском *Fawlty Towers*, но этому моменту Sainsbury, по-видимому, не придавала значения. Ее рекламная кампания, производившая впечатление подражательной, не срабатывала еще и потому, что качество всегда было важной частью имиджа Sainsbury. Эта сеть никогда не привлекала покупателей распродажам. Магазины сообщали, что многие покупатели пользовались суперценами, шумно объявленными Клизом, а затем уходили, мало что покупая кроме этого.

Ситуация стала еще хуже, когда в конце 1998 – начале 1999 года газеты предупредили, что большинство сетей супермаркетов не выполняют своих обещаний по скидкам. *Sunday Times* (6 июня 1999 г.), которая подняла кампанию в связи с этой проблемой, показала, что Sainsbury иногда не выполняла рекламных обещаний по схемам "три по цене двух" и "покупаешь одну вещь – вторую получаешь бесплатно". Я постоянно сталкивался с этим в ближайшем магазине Sainsbury. Я часто жаловался менеджерам магазина, когда обнаруживал, что на кассовом чеке оказывалась пробита совсем другая цена, а не та, которая была указана на товаре, лежавшем на полке, или предложение "купи эту вещь и получи еще одну такую же бесплатно" оказывалось не введенным в кассовую систему. Приходилось тщательно проверять чек, чтобы убедиться, что магазин предоставил обещанные скидки.

Широко известные проблемы Sainsbury отразились на стоимости акций компании, но куда меньше, чем можно было ожидать. 21 февраля в газете *Observer* была опубликована большая статья, в которой утверждалось, что, поскольку прибыли компании упали, семье Сейнсбери все менее интересно держаться за свои акции. В статье также говорилось, что, в случае поглощения, компания могла бы быть продана за £10 млрд., а не по рыночной стоимости, составлявшей £7 млрд. *Observer* даже любезно предоставила бизнес-план для потенциальных претендентов. Покупатель, уплативший £10 млрд., мог бы продать принадлежавшие Sainsbury 13 огромных магазинов Savacentre, сеть магазинов Shaw в Новой Англии и Homebase – сеть магазинов "сделай сам".

Эти три подразделения Sainsbury могли бы принести примерно £3,5 млрд., поэтому реальная цена составила бы только £6,5 млрд. Но одна из брокерских контор, Charles Stanley, снова проявила себя

Глава 9.

почитательницей Sainsbury. Она рекомендовала "держаться" акции компании, когда их цена составляла 476 пенсов. Сегодня, когда цена снизилась на 100 пенсов до 376 пенсов, Charles Stanley вновь советует "держаться", несмотря на то, что Sainsbury не сделала прогноза по будущим финансовым показателям.

Перспектива поглощения помогла акциям Sainsbury подняться вверх с уровня 376 пенсов, и к середине мая бумага достигла уровня 430 пенсов.

15 мая 1999 года *The Times* сообщила, что Sainsbury планирует потратить более £150 млн. на ремонт своего центрального офиса. О проекте еще не объявляли ни среди сотрудников, ни на бирже. *The Times* намекнула, что, поскольку Sainsbury решила сократить 300 сотрудников центрального офиса, персонал не будет прыгать от радости по поводу ремонта.

Цена акций компании вновь упала и к 6 июня составила 400,5 пенса.

6 июня 1999 года в разделе деловых новостей *Sunday Times* было опубликовано сообщение, что Sainsbury начинает программу модернизации 413 магазинов своей сети. В этих торговых точках должны были появиться новые полиэтиленовые пакеты, новые вывески и указатели на всех видных местах и новый фирменный девиз: "Мы делаем жизнь вкуснее".

В начале июня Sainsbury также объявила, что будет продавать книги, одежду и компакт-диски, и в то же время компания планировала уволить 1650 сотрудников. "Эти инициативы не производят на меня впечатления в качестве способа достичь победы в конкуренции", — заметил один из аналитиков.

Скептически настроенные комментаторы указывали, что Sainsbury радикально обновила свою рекламу уже в третий раз за последние три года. Было ли это поиском нового имиджа? Маркетинговые гурь Sainsbury настойчиво пытались решить эту проблему. В прошлом Sainsbury выглядела немного равнодушной. Сегодня компания нуждалась в более обаятельном имидже. В последнем рекламном ролике, дополняющем новое оформление пакетов и новый девиз, показан надушенный ребенок. В новой рекламе счастливому малышу уже не надо было выслушивать оглушающие

объявления Джона Клиза о низких ценах. Чтобы успокоить ребенка, мама покупает ему пряничного человечка. Лицо ребенка просветляется. Счастье – это покупки в заботливом и неравнодушном к клиенту супермаркете. И в конце обезоруживающего своей талантливостью рекламного ролика касса пробивает "в качестве благодарности за покупку 35 пенсов". Основная идея – Sainsbury заботится о покупателе и предлагает конкурентоспособные цены.

Sunday Times язвительно отмечала, что "этот дух гласности выглядит ужасно похожим на тот, что распространяется по Marks & Spencer – еще одной ведущей компании розничной торговли, испытывающей проблемы." Аналитики фондового рынка выражали скептицизм в отношении способности корпоративной культуры Sainsbury к реальным изменениям.

Sunday Times рекомендовала "продавать" и указывала, что единственной надеждой для Sainsbury было ее поглощение компанией Wal Mart. Однако, цена акций Sainsbury осталась в районе 400 пенсов.

Следующее драматическое падение бумаги произошло после объявления о слиянии компании Asda с Wal Mart. Акции Sainsbury упали до 368 пенсов, но затем поднялись до 380 пенсов, несмотря на то, что слияние Asda и Wal Mart означало для Sainsbury значительно более жесткие условия конкуренции. В результате, цена оказалась всего на 4 пенса выше февральского уровня, когда Charles Stanley рекомендовала держать акции Sainsbury, поскольку компания, по мнению брокерской фирмы, имела хорошие шансы на выход из кризиса.

18 июня 1999 года, дня через три после объявления о слиянии Asda и Wal Mart, коэффициент PER у Sainsbury составлял 14,4. К 27 октября этот показатель снизился до 13,3. Эта цифра не изменилась даже после передачи Би-би-си, в которой показывали генерального директора Sainsbury, лично работавшего несколько дней в торговом зале. Стало ясно, что у него было весьма отдаленное представление о проблемах, с которыми ежедневно сталкивались его сотрудники, включая новые дорогостоящие кассовые аппараты, которые отказывались работать как следует и не считывали сниженные цены на стикерах, наклеенных на товары поверх старых, что приводило к огромным задержкам с оплатой. Однако, как отмечала *Guardian*, семья Сейнсбери подталкивала генерального директора к масштабным

Глава 9.

проектам. 1 ноября 1999 года *Guardian* сравнила проблемы Sainsbury с неурядицами в королевской семье, которая, безусловно, является институтом, вызывающим эмоциональные ассоциации.

В 2000 году новым генеральным директором Sainsbury был назначен Питер Дэвис, ранее руководивший компанией Prudential. Sainsbury стала предпринимать попытки расширить ассортимент своих магазинов за счет новых для нее категорий товаров. Например, в Лондон-Колни, где магазин компании соседствует с магазином M&S, Sainsbury пыталась научиться приемам, позволяющим увеличить продажи одежды. Менеджер местного M&S признался по секрету, что им самим еще нужно учиться и учиться искусству красиво оформлять витрины с одеждой! Хотя безусловным лидером рынка розничной торговли оставалась Tesco, к маю 2001 года цена акций Sainsbury снова поднялась до 400 пенсов, а коэффициент PER достиг 22,8.

Мой сжатый рассказ о Sainsbury показывает, что компания розничной торговли, испытывающая трудности, мечущаяся из стороны в сторону, находящаяся на острие критики со стороны прессы, а теперь еще и столкнувшаяся с необходимостью конкурировать с агрессивной торговой сетью, использующей новейшие американские технологии привлечения покупателей, все равно может получить поразительное количество рекомендаций брокеров, советующих держать ее акции.

Еще большее удивление вызывает то, как Sainsbury удавалось превосходить конкурентов по показателям коэффициента цена/прибыль.

На тот момент более крупные сети супермаркетов имели следующие показатели коэффициента цена/прибыль:

	18 июня 2000 г.	27 октября 2000 г.	9 мая 2001 г.
Budgen	11,5	11,1	11,8
Somerfield	8,9	4,3	6,7
Safeway	10,4	8,3	17,7
Tesco	18,6	20,4	21,3
Sainsbury	14,4	13,3	22,8

Можно утверждать, что устойчивость Sainsbury к неблагоприятным отзывам прессы представляет собой смесь преданности и "привязанности", поскольку компания будит ассоциации. К примеру, ставшие взрослыми люди и аналитики

ходили туда за покупками еще детьми. Именно эти эмоциональные ассоциации играют роль буфера. Это также означает, что динамика акций очень хорошо реагирует на появление признаков улучшения менеджмента.

Факторы настроения: подсознательное позитивное отношение к еде, воспоминания о посещении магазинов в детском возрасте как часть семейных воспоминаний, теплые ассоциации.

Marks & Spencer

Как и Sainsbury, Marks & Spencer – это хорошо знакомый магазин близко и старая компания, в которую вложились миллионы британцев. Компания всегда славилась хорошим персоналом и надежностью. По оценкам, половина населения страны носит трусики от M&S.

Два события в конце 1980-х годов оказали влияние на развитие компании в последующее десятилетие. Во-первых, она купила Brooks Brothers – американского производителя одежды высшего класса, уплатив за эту компанию \$750 млн., что аналитики сочли слишком высокой ценой. Это был первый из ряда неудачных международных проектов фирмы.

Более позитивным событием был выход M&S в конце 1980-х – начале 1990-х годов в лидеры розничной торговли продуктами питания. Народный поставщик баиальных панталон стал пионером в упаковке деликатесных продуктов. Идея заключалась в том, что жители центральной части Англии более охотно западают (и платят) на экзотическую еду, чем на экзотический секс. M&S превратилась в очень успешного розничного продавца продуктов.

Однако в конце 1990-х годов у компании возникли сложности. Она словно утратила способность понимать вкусы британского среднего класса. Ее одежда выглядела скучной. Агрессивные конкуренты, такие как Next, переманивали покупателей. M&S пришлось организовать распродажу, поскольку у компании скопилось такое количество одежды, закупленной к рождественскому сезону 1998 года, что ее просто невозможно было реализовать.

Тем не менее, брокеры рекомендовали M&S даже в большей степени, чем Sainsbury. В 1998 цена акций M&S достигла 563 пенсов.

Глава 9.

В июле, когда цена упала до 530 пенсов, Flemings рекомендовала покупать эти акции, поскольку планы расширения компании выглядели привлекательно. В августе цена снизилась до 501 пенса, а Charterhouse Tilney рекомендовала акции M&S к покупке. 4 сентября Sutherlands выступила с рекомендацией "покупать" на долгосрочную перспективу. Даже после того как 18 сентября журнал *Investors Chronicle* присвоил акциям компании рейтинг "продавать", многие брокеры сохраняли на удивление позитивный настрой. 2 октября Morgan выдала по M&S рекомендацию "держат".

В течение недели с 23 по 30 октября 1998 года акции M&S торговались по 435 пенсов. Williams de Broe, а также Sutherlands рекомендовали покупку. Месяц спустя, когда цена акций была примерно на том же уровне, Sutherlands рекомендовала продажу, тогда как BT Alex Brown, Butterfield Securities и Morgan Stanley советовали "держат". Peel Hunt заявила, что акции не упадут ниже 400 пенсов, и рекомендовала "покупат". Так же поступила и Williams de Broe. 11 декабря Sutherlands порекомендовала продажу на уровне 400 пенсов.

Совершенно ясно, что брокеры почему-то были уверены в том, что акции M&S вырастут. Они ошибались.

В январе 1999 года после серии скандалов в совете директоров, акции M&S упали до отметки 333,25 пенса — самого низкого уровня за 5 лет. В феврале Killik & Co. отмечала, что для M&S характерны специфические проблемы, включая слишком централизованное управление бизнесом и неверную оценку экономической ситуации. На уровне 337 пенсов Killik & Co. полагала, что "новый менеджмент еще многое должен доказать, и покупка пока преждевременна".

25 февраля 1999 года совет директоров M&S решился "хладнокровно избавиться" от трех директоров, проявив безжалостность, которой пресса от компании не ожидала. До недавнего времени, как отмечали газеты, лорд Сифф регулярно заглядывал на ленч в штаб-квартиру M&S. А обеды были изысканными и подавались дворецким, который разбирался в винах и умел отличить Сансер от Шабли. Газета *The Times* отмечала, что раз оказалось возможным уволить 31 из 125 ведущих сотрудников, M&S, должно быть, совершенно бюрократилась.

The Times также сообщила, что M&S столкнулась с необычной проблемой. Условия аренды здания, где находился центральный офис компании, были оговорены с такой ловкостью (благодаря "старым пиратам", управлявшим компанией в 1950-х годах), что она обходилась немногим дороже номинальной арендной платы. Таким образом, M&S оказалась в ловушке в своем разросшемся центральном офисе, и не могла позволить себе переезд или децентрализацию.

The Times (25 февраля 1999 г.) отдала должное новому генеральному директору Питеру Сэлсбери за его решение сконцентрироваться на проблемных вопросах компании в Великобритании. Газета добавила, что, несмотря на неожиданную готовность порвать с прошлым, компания не демонстрировала каких-либо улучшений в понимании вкусов покупателей.

5 марта 1999 года, после распродажи всех залежавшихся рождественских товаров, цена акций M&S составляла 399 пенсов, и Paribas рекомендовала их к продаже.

Несмотря на несколько ярких идей, выдвинутых директором M&S по маркетингу Джеймсом Бенфилдом, брокерская фирма West LB Panmure распространила рекомендацию "продавать". Panmure полагала, что для M&S достижение конкурентоспособности станет особенно болезненным процессом, и в частности для некогда знаменитого продуктового отделения компании. Эта брокерская фирма высказала идею, что Safeway или Asda могут поглотить продуктивное отделение M&S, поскольку это подразделение достаточно мелкое и не вызовет вмешательства антимонопольной комиссии. Тем не менее, Panmure рекомендовала акции к продаже. В результате, цена акций M&S снова упала до 371 пенса.

Но бумаге помогли появившиеся слухи. Уоррен Баффетт объявил о своем намерении приобрести долю в одной из британских "голубых фишек". Учитывая его пристрастие к оценке фундаментальных показателей, M&S казалась вполне подходящим вариантом. 30 апреля пошли также разговоры о "фантастическом слиянии" Tesco и M&S. Эти два фактора подняли цену акций M&S до 430 пенсов. К 26 апреля на продолжавшихся надеждах на слияние цена бумаги выросла до 454 пенсов.

Глава 9.

Однако, вскоре появился скептицизм. Не было никаких подтверждений того, что Баффетт приобрел 3%-ный пакет акций компании, либо планировал такую покупку. Никаких признаков слияния также не наблюдалось.

14 мая 1999 года *Investors Chronicle* сообщил, что M&S приняла решение обеспечить прибыль на собственный акционерный капитал на уровне не менее 9,7%. Журнал критически отзывался о директорах компании. В 1991 году им были предоставлены опционы на акции, которые могли быть исполнены в случае подъема цены бумаги выше 225 пенсов. По расчетам *Investors Chronicle*, при цене акций немногим выше 400 пенсов, можно было утверждать, что рост на 150 пенсов с 1991 года был обусловлен долгим периодом "бычьего" рынка, а вклад директоров в течение этих 8 лет составил всего лишь 25 пенсов на акцию. Таким образом, они едва ли оправдывали предоставленные им пакеты акций, возмущенно отмечал *Investors Chronicle*.

28 мая 1999 года Deutsche Bank заявил, что динамика акций M&S "отстает от рынка". Банк настаивал, что дела в продуктовом секторе шли слабо. M&S также сократила найм новых сотрудников, отправив сотням выпускников учебных заведений, которым была обещана работа в компании, письма с извинениями и уведомлением о том, что они не будут приняты в штат.

К концу мая 1999 комментаторы также проводили интересные сравнения между M&S и Sainsbury. Сравнения были в пользу M&S. По крайней мере, покупатели по-прежнему заходили в магазины компании, даже если и не делали покупок. Было ли это следствием привязанности или результатом того, что люди могут зайти в магазин одежды, просто увидев ее на витрине, чего никто не делает в случае с супермаркетами?

В конце мая 1999 года акции M&S поднялись до 394 пенсов. 6 июня, когда *Sunday Times* опубликовала анализ перспектив 10 популярных акций, в отношении M&S газета высказалась гораздо оптимистичней, чем о перспективах Sainsbury. Тем не менее, критические замечания в адрес обеих компаний были на удивление похожи. "Эластичные трусики в магазинах M&S имеют поношенный вид. Компания проигрывает другим магазинам практически по всем

представленным категориям товаров. Ей нужно вести тяжелую борьбу за возвращение позиций магазина для центральной части Англии", – заключил Джеймс Эркарт Стюарт из Barclays Stockbrokers.

Тем не менее, *Sunday Times* рекомендовала "покупать". Она обнаружила у M&S более значительную готовность к переменам, чем у Sainsbury. На позицию *Sunday Times* повлияло психологическое суждение относительно психологии отношения организации к переменам.

Большинство брокерских компаний согласились с этой оценкой. Они также утверждали, что шансы на продажу продуктового подразделения M&S без возникновения проблем с антимонопольной комиссией возросли.

Директор аналитического отдела фирмы Barclays Stockbrokers Хилари Кук, которая, по сути, является человеком, рекомендуящим паевым фондам Barclays какие акции покупать и продавать, рассказала мне, что в 1999 году она приняла решение продать акции M&S. "У меня сложилось впечатление, что компания сбилась с курса". Хилари рассказала мне, что переживала по поводу этого решения, поскольку среди инвесторов компании было много женщин среднего возраста, которые, вероятно, делали покупки в M&S всю свою жизнь. "Я ожидала многочисленных протестов со стороны инвесторов, многие из которых сохраняют верность M&S как покупатели, но протестов не последовало".

16 июня 1999 года, когда было объявлено о покупке компании Asda американским гигантом Wal Mart, цена акций M&S снова пошла вниз, и к 21 июня бумага стоила 359 пенсов при коэффициенте цена/прибыль на уровне 24,2.

Стоит сравнить коэффициент PER у M&S с аналогичными показателями других магазинов. Более высокие показатели PER имели следующие компании сектора розничной торговли:

Body Shop	52,4
Allied Carpets	37,6
Dixons	34,0
Wyevale (торговые центры товаров для дома и сада)	27,6
W.H. Smith	26,0

Все компании, являвшиеся непосредственными конкурентами

Глава 9.

M&S, такие как Next, French Connection и Moss Bros, имели более низкие показатели PER, чем у M&S, хотя большинство из них более успешно привлекали покупателей и убеждали их совершить покупку.

В течение трех месяцев после покупки Wal Mart компании Asda, в условиях непрекращающихся нападков прессы, акции M&S шли вниз и в итоге опустились ниже 300 пенсов, хотя показатель PER по-прежнему оставался на более чем солидном уровне.

На 27 октября 1999 года показатели цена/прибыль были следующими:

M&S	18,4
Moss Bros	12,1
JB Sports	16,4
Next	16,7
Storehouse	4,2

Я включил в список JB Sports, поскольку ее акции постоянно рекомендовал Джим Слейтер. Тем не менее, коэффициент PER у акций этой компании был не столь высок, как у M&S.

27 октября 1999 года Ричард Ратнер из компании Seymour Price заявил, что M&S "укрепляет свои позиции на рынке розничной торговли... Нельзя сказать, что я был бы недоволен покупкой акций компании по текущей цене." Мне представляется интересным это двойное отрицание в одном предложении. Оно прекрасно демонстрирует английскую сдержанность в эмоциях, и в то же время в этом, похоже, все же присутствует и эмоциональная привязанность к M&S.

2000 год выдался действительно плохим для M&S. Показатели продаж постоянно падали, а цена акций опустилась ниже 300 пенсов.

M&S назначила новым председателем совета директоров Люка ван дер Вельде и начала сомнительную рекламную кампанию с обнаженной женщиной, вопившей пронзительным голосом, что она в норме, раз у нее 16-ый размер. Компания также придумала так называемые концептуальные магазины. Один из менеджеров такого магазина сказал мне, что они должны были "вести покупателя" с этажа на этаж и заставлять клиентов возвращаться за новыми возможностями для покупок.

Цена акций продолжала падать вплоть до уровня 178 пенсов. К январю 2001 года цена поднялась до 199,5 пенса, несмотря на плохие результаты рождественских продаж. Тем не менее, еще более поразительно, что в день публикации показателей компании, встретивших единодушные негативные отклики в прессе, акции M&S продемонстрировали рост со 199 пенсов до 206 пенсов. На следующий день бумага выросла в цене до 221 пенса. Газета *Independent* не решилась приписать подобное сопротивление эмоциональным факторам, но отметила, что эти акции активно покупались американцами из-за их дешевизны в условиях высокого курса доллара к английскому фунту. Естественно, это было верно и для всех остальных бумаг, котировавшихся в английских фунтах.

С точки зрения разделения акций на "мокрые" и "сухие", интересно отметить, что, несмотря на тысячи негативных статей и многолетние низкие показатели продаж, 9 мая 2001 года акции M&S торговались по 269 пенсов, а показатель PER составлял 22,7.

После пятилетнего снижения акции M&S по-прежнему опережают Kingfisher (PER 11,3), Great Universal Stores (PER около 14) и Boots (PER около 12). Кто сказал, что у инвесторов нет подсознательных настроений?

Факторы настроения: существенные и сложные. Очень похоже на Sainsbury, но здесь еще присутствуют неосознанные ассоциации с теплым, если не экзотическим, сексом, изысканными сладостями и семейными походами в магазин, часто вызывавшими теплые чувства.

Показатель энтузиазма: нулевой.

Allied Carpets – отчетность по коврам отсутствует

Allied Carpets представляла собой хорошо организованную сеть магазинов, расположенных на центральных улицах городов. В 1980-х и 1990-х годах компания тратила на рекламу значительные средства. Компания предлагала покупателям великолепные ковры, ковровые покрытия для пола и некоторые основные предметы мебели по довольно низким ценам. Одним из главных конкурентов компании является Carpetright, возглавляемая лордом Харрисом.

История Allied своеобразна. Компания никогда не пользовалась

Глава 9.

привязанностью покупателей, характерной для Sainsbury или M&S. Однако, Allied присутствовала на центральных улицах городов, предлагая ковры по разумным ценам. Не самые дешевые, но оправдывавшие свою цену.

Тем не менее, в 1998 году Allied столкнулась с серьезными проблемами, когда вскрылись некоторые необычные приемы бухгалтерского учета. Поступавшие заказы проводились по статье проданных товаров еще до момента их фактической реализации. Замешанные в этом директора были отправлены в отставку, но получили щедрую компенсацию. Правила в Allied были составлены "таким образом, что в них могли запутаться даже товароведы", — язвительно писала газета *The Times* 29 апреля 1999 г. В отчетности Allied обнаружилась черная дыра в £2 млн.

В августе 1998 года, когда скандал вышел наружу, цена акций Allied упала до 53 пенсов. Совет директоров поклялся, что "исправления начнутся сегодня же". Однако, бумага продолжала падать. В сентябре 1998 года, когда появились надежды на слияние, акции Allied поднялись до 66 пенсов, но затем вновь упали.

29 апреля 1999 года *The Times* сообщила, что Джулиан Ли не собирается уходить в отставку с поста председателя совета директоров Allied Carpets. Ли стал председателем совета директоров Allied Carpets в 1996 году, когда акции компании вышли на рынок. *The Times* подчеркнула, что проспект эмиссии был утвержден компанией Arthur Andersen, когда в ней работал Ли.

29 апреля 1999 курс акций компании составлял 39 пенсов. "*Sunday Times*" (21 февраля 1999 г.) предположила, что г-н Ли, однажды уже переживший крах возглавляемой им фирмы, предпочтет уйти в отставку. Возглавляемая лордом Харрисом компания Carpetright перехватывала бизнес конкурента двумя способами. Во-первых, компания купила у Allied 27 магазинов. Во-вторых, соседствуя с Allied на центральных улицах, Carpetright отбивала у нее покупателей. Аналитики полагали, что новые магазины, купленные у Allied, позволят Carpetright увеличить в следующем году прибыль с £22 млн. до £31 млн.

Акции Allied действительно пошли вниз и особенно после того, как компания была вынуждена выпустить очередное предупреждение

по прибыли. К 15 июня 1999 года бумага упала до 29 пенсов. Однако, с этого уровня без какой-либо видимой причины акции компании начали расти.

18 июня 1999 года акции Allied Carpets вернулись на уровень 33 пенса. В понедельник 21 июня цена составляла 37,5 пенса. Всего за одну неделю стоимость акций выросла на 25%, а показатель PER составлял 42. В абсолютных цифрах цена акций была низкой, но позиция компании в лиге розничной торговли с точки зрения показателя PER нуждается в объяснении.

Сравнительная таблица котировок и показателей PER акций компаний розничной торговли по состоянию на 21 июня 1999 г.:

	Цена акций (в пенсах)	Показатель PER
Allied Carpets	37,5	42
MFI	37	21,9
Courts Furnishings	402	18
Carpetright	373	17,6
Wickes	385	12,2

Нет никакой причины, по которой Allied должна была опережать другие компании розничной торговли по показателю PER при наличии столь критических отзывов в прессе. Некоторые аналитики высказывали предположения, что в середине 1999 года в результате бума на рынке жилья возрастет потребность в коврах. Но почему их надо покупать в Allied? Одно из объяснений заключалось в том, что люди считали создавшуюся ситуацию благоприятной для роста компании, или рассматривали ее как возможную цель для поглощения. Существует и другая точка зрения. MFI, Courts и Carpetright активно рекламируют себя, делая упор на низкие цены и скидки, в то время как Allied более склонна подчеркивать семейную атмосферу. В июне 1999 года я высказывал предположение, что именно это в сочетании с потенциалом роста объясняло рыночную оценку компании.

Впоследствии акции Allied постепенно выросли до 99 пенсов в результате интереса к возможному поглощению. Затем поглощение состоялось. Я включил эту компанию в данный анализ, поскольку это интересный пример, описанный в моей книге *Bears and Bulls* ("Медведи и Быки") издания 2000 года.

Глава 9.

Факторы настроения: дом, семья.

Показатель энтузиазма: ничего кроме ожиданий восстановления стоимости акций.

Футбольный клуб Manchester United – акции для болельщиков

Если взять акции спортивных клубов, вы увидите, что в них тоже просматриваются странные переплетения связей между успехом, привязанностью и ценой акций. В частности, в Великобритании на рынке обращаются акции клубов Tottenham Hotspur, Newcastle United и Sunderland. В мае 1999 года Sunderland вернулся в высшую лигу, и цена его акций тотчас упала на 12 пенсов до 472 пенсов. Даже исторические заслуги не приносят акциям футбольных клубов дополнительных очков.

В мае 1999 года Manchester United добился уникального тройного успеха, заняв первое место в высшей лиге страны, а также выиграв Кубок Футбольной ассоциации Великобритании и Кубок европейских чемпионов. На следующий год клуб мог продвигать себя на рынок более агрессивно, чем когда-либо прежде. У клуба есть собственный телевизионный канал. Manchester United – один из самых знаменитых футбольных клубов мира, поклонники которого живут повсюду от Японии до Огненной Земли. С точки зрения маркетинга, эта торговая марка известна всему миру.

Тем не менее, пока, несмотря на весь энтузиазм и успехи, цена акций клуба по-прежнему движется со скоростью пешехода, больше напоминая в этом отношении английскую сборную, чем Manchester United.

После тройного успеха в мае 1999 года цена акций Manchester United выросла до уровня чуть выше 195 пенсов. Затем она скатилась до 189 пенсов, что было лишь на 2,5 пенса выше минимума того года. Показатель PER составлял 29,5, что было намного выше аналогичного показателя акций Charlton Athletic (клуба, выбывшего из высшей лиги, PER 18,7), но намного ниже показателей Newcastle United (PER 34,4) и Chelsea (PER выше 50). К 27 октября 1999 года, после того как Manchester United проиграл ряд важнейших матчей, показатель PER вырос до 32,8.

К январю 2001 года цена не слишком поднялась. Она составляла 217 пенсов. После неудачи клуба на Кубке Европы 2001 года цена откатилась до 177 пенсов, а показатель PER составлял 28,1.

Напрашивается вопрос, почему Manchester United, имеющий широчайшие возможности для интересных международных сделок и миллионы болельщиков, должен сохранять весьма умеренный показатель PER в условиях сегодняшнего рынка?

Одним из возможных объяснений может быть то, что акции футбольных клубов воспринимаются как хобби. Body Shop, Marks & Spencer, Sainsbury и Laura Ashley – это, несомненно, представители бизнеса, вызывающие привязанности и сильные чувства. А Manchester United – это страсть, ставшая бизнесом. Нам было бы не сложно разбудить различные бурные ассоциации, но существует внутреннее убеждение, что футбол – не настоящая коммерция. Сетка на футбольных воротах очень отличается от всемирной сети Интернет.

Факторы настроения: преданность болельщиков, успех.

Показатель энтузиазма: низкий с финансовой точки зрения, поскольку футбол не воспринимается как настоящий бизнес.

Акциям футбольных клубов повредило то, что они более или менее вошли в моду в момент спада биотехнологического бума, когда возникли серьезные вопросы по поводу акций, растущих по иррациональным причинам.

British Biotech – эмбрион идеи

Акции British Biotech появились на рынке в 1992 году. Резкие изменения цены акций компании начались только в 1994 году. Как и у всех биотехнологических компаний, ее привлекательность объяснялась надеждой на создание чудо-лекарства, которое принесет немислимую прибыль. Поговаривали, что British Biotech работает над лекарством от рака. К середине 1996 года акции компании взлетели до 330 пенсов. Рыночная капитализация компании находилась в районе £2 млрд., и компания вот-вот должна была войти в расчетную базу индекса Footsie 100.

Такие блестящие показатели могли иметь смысл только в

Глава 9.

случае достижения компанией к 2004 году уровня выручки от продаж лекарственных препаратов порядка £1 млрд. и прибыли от этих продаж на уровне £80 млн.

А компания в это время сообщала о годовом убытке в размере £25 млн., и ей все еще предстояла огромная исследовательская работа, прежде чем ее препараты могли появиться на рынке. Однако, в середине 1997 года цена ее акций по-прежнему находилась на высоком уровне, достигая 252 пенсов.

Затем на рынке появился скептицизм. В течение второй половины 1997 года акции компании круто пошли вниз, поскольку пресса пронюхала про реальные проблемы, связанные с подтверждением эффективности некоторых лекарственных препаратов компании. Ситуация была типичной для испытывающей проблемы "сухой" акции. Из-за отсутствия лояльности, на которую можно было бы опереться, негативный поток новостей нанес ущерб цене акций компании.

В июле 1998 года бумага упала до 36 пенсов, потеряв за период около полугода 200 пенсов. Но худшее было впереди. В феврале 1999 года один из лекарственных препаратов British Biotech, Marimastat, предназначенный для лечения рака поджелудочной железы, не прошел первой фазы клинических испытаний. *Sunday Business* (21 февраля 1999 г.) предсказывала дальнейшие проблемы и рекомендовала продавать акции компании, когда они опустились до 22 пенсов. Проблема состояла в разногласиях с руководителем исследовательской программы.

25 марта 1999 года газета *Evening Standard* сообщила о том что "испытывающая трудности компания" British Biotech прекращает работы над лекарственным препаратом Zalcitabine, предназначенным для лечения острого панкреатита. Клинические испытания не показали существенной разницы между препаратом Zalcitabine и индифферентным веществом. Разработка этого препарата обошлась компании в £30 млн. Biotech объявила об уходе главного специалиста по медицине Питера Йенсена. Компания также приняла решение сократить 60 из 350 сотрудников и сосредоточить исследования на так называемых ингибиторах металлоэнзимов.

15 июня 1999 года цена акций компании составляла 16 пенсов,

и создавалось впечатление, что бумага снова начинает понемногу расти. 18 июня акции прибавили 2,75 пенса, остановившись на уровне 19 пенсов. К 27 октября бумага выросла в цене на 50% до 29,5.

British Biotech не входит в круг компаний, известных каждой семье, и этот факт ускорил ее падение. Это "сухая" акция, с которой не связываются какие-либо особенные положительные ассоциации. Замечания со стороны Лондонской фондовой биржи также негативно повлияли на акции компании. Интересно также отметить, что дела в этом секторе ухудшились в то время, когда возникла серьезная озабоченность в отношении генетически модифицированных продуктов. British Biotech является частью сектора, сулившего огромные перспективы, но в значительной мере оказавшегося не в состоянии выполнить обещанное, и в то же время компания вызывает смутные ассоциации с пищевыми продуктами, называемыми бульварной прессой "продуктами Франкенштейна", хотя компания занимается разработкой лекарств, а не продуктов питания.

Из-за неспособности British Biotech достичь обещанной прибыли цена акций компании находилась в январе 2001 года в районе 21 пенса. В марте акции упали еще ниже, но в мае 2001 года вернулись к отметке 23 пенса. В противоположность "толстенной сардельке" Эркорта бумага оказалась "тонюсенькой сосиской", упавшей со своего максимума на 1000%, и ее судьба служит предупреждением, что некоторые "вызывающие восторг" бумаги Интернет-компаний могут годами томиться на низких уровнях.

Факторы настроения: все более негативные из-за страха перед клонированием и генетически модифицированными продуктами питания.

Показатель энтузиазма: подорван из-за неудач в превращении хороших научных идей в эффективные лекарства.

В качестве акции, которая всегда была "сухой", British Biotech не получила серьезной эмоциональной поддержки, когда условия ухудшились.

Amazon.com

Акции Интернет-компаний были хитом конца 1990-х годов, когда электронная коммерция была у всех на устах, и ценные бумаги,

Глава 9.

в названии которых присутствовали буквы "www", интриговали инвесторов.

Amazon хвастается тем, что является крупнейшим в мире книжным магазином. А все началось в 1995 году. Когда акции компании впервые появились на фондовом рынке, их цена составляла \$15.

2 января 1998 года акции Amazon котируются по \$24. К концу года цена приблизилась к \$105. Когда весной 1999 года на Нью-йоркской фондовой бирже шел резкий рост рынка, акции Amazon достигли уровня \$221, но затем в последнюю неделю мая цена откатилась до \$119. Тем не менее, за период с октября 1998 по октябрь 1999 года рост Amazon составил 352%.

Новые признаки снижения энтузиазма в отношении акций Интернет-компаний появились с появлением на рынке акций крупнейшего книжного магазина Америки Barnes and Noble, открывшего свой собственный Интернет-магазин. В первый день торгов цена новой бумаги выросла всего на 27%. *Sunday Times* (30 мая 1999 г.) назвала этот результат "разочаровывающим" по сравнению с динамикой акций Интернет-компаний, размещавшихся на рынке ранее.

14 февраля 1999 года газета *Sunday Business* опубликовала статью, в которой ее автор Эдмонд Уорнер анализировал феномен Интернет-компаний, в том числе и Amazon, которая была частью этого феномена. Уорнер предупредил, что рост акций Интернет-компаний был частью "общего пузыря". Он вспоминал опыт жизни на Тайване в 1989 году в период, когда Тайваньский фондовый рынок за два года вырос "в семь раз". Домохозяйки и водители такси забросили повседневные дела и целыми днями играли на бирже. По описанию Уорнера, брокерские конторы были похожи на конторы букмекеров, заполненные "представителями всех слоев общества в самых различных состояниях бездельничанья". Год спустя Тайваньский фондовый рынок упал на 75%. Уорнер выражал надежду, что водители такси еще не потеряли постоянную работу, к которой могли бы вернуться. Помешательство на акциях Интернет-компаний напомнило ему о тех событиях.

Другие ученые мужи придерживались противоположной точки

зрения, утверждая, что акции Интернет-компаний более устойчивы, чем биотехнологические. Я полагаю, отчасти дело в том, что эта технология довольно понятна. Потенциал электронной коммерции нам понять значительно легче, чем потенциал ингибитора моноамин оксидазы в генетических исследованиях.

В мае 1999 года Кит Бенджамин из Banc Boston Robertson утверждал, что Интернет отпугнул многих инвесторов. Однако, он предсказывал очень высокие результаты для крупных компаний, таких как Amazon и Yahoo, и говорил, что те, кто поддался панике, пожалеют об этом.

Существуют логические причины, по которым акции Интернет-компаний должны вызывать даже больший энтузиазм, чем тот, который когда-то вызывали бумаги биотехнологического сектора. Негативные факторы в данном случае менее очевидны. Во-первых, Интернет-компании не сталкиваются с препятствиями со стороны регулирующих органов, которые вынуждены преодолевать фармацевтические и биотехнологические компании. Соответственно, временной интервал между появлением идеи, ее воплощением и получением прибыли гораздо короче. Во-вторых, в отличие от British Biotech и других биотехнологических компаний, название Amazon вошло в каждый дом и привлекло огромный интерес инвесторов. Тем не менее, глава Amazon Джефф Безос выступил со знаменитым предупреждением для мелких инвесторов, указав, что акции его компании не обязательно подходят для них. Учитывая, что в мае 2001 года цена акций Amazon составляла \$16,92, я могу только восхищаться его честностью. В Великобритании Lastminute.com тоже не особо баловала своих инвесторов. 6 мая 2001 года цена ее акций обвалилась на 7,5%, поскольку инвесторы, купившие бумагу по 44 пенса, решили зафиксировать скромную прибыль после ее "трохочущего взлета" до 56 пенсов.

В марте 1999 года *International Herald Tribune* (6-7 марта 1999 г.) включила шесть фирм в категорию Интернет-компаний. Газета иронизировала, что инвесторам, ищущим Интернет-компании в чистом виде, лучше было бы обратить внимание на Канаду. К маю 2001 года стало ясно, что Интернет-компаниям теперь придется предъявлять результаты, а не обещания. В качестве "сухих" акций они испытают значительное падение, если не обеспечат обещанной

прибыли.

Рекомендации брокеров: Представляется полезным наличие информации по аналитическим оценкам Amazon американскими специалистами, чьи рекомендации были очень позитивными. В декабре 1998 года рекомендации разделились следующим образом: 71% – "покупать", 19% – "держат", и 10% – "продавать". Это уже в некотором роде фундаментальный анализ настроений, который обычно отсутствует в Великобритании.

Факторы настроения: нет.

Показатель энтузиазма: высокий, благодаря Интернету.

Baltimore Technologies

Baltimore была одной из "звезд" среди акций компаний сектора высоких технологий. Компания производит системы безопасности для всемирной паутины и, таким образом, значительно отличается от всех этих электронных lastminute.com и letsbuyit.com, нуждающихся в дорогостоящем маркетинге для привлечения клиентов.

Ряд брокерских контор, таких как Killik & Co. начали рекомендовать Baltimore, когда цена ее акций подскочила с первоначальных £10 в 1998 году до £29 за акцию осенью 1999 г. Затем эта бумага превратилась в по-настоящему "горячую", и в течение 6 месяцев цена поднялась до £140. Одной из причин этого было то, что компания выпускала реальную продукцию и показала небольшую прибыль.

Некоторые брокеры, обеспокоенные чрезмерным ростом Baltimore, рекомендовали зафиксировать прибыль, когда цена превысила отметку £100 за акцию. Но многие другие продолжали утверждать, что цена будет расти и дальше. Рыночная капитализация Baltimore была столь велика, что весной 2000 года ее акции были включены в расчетную базу индекса FT-SE 100. По акциям компании был проведен сплит, и 1 акция ценой £140 превратилась в 10 акций стоимостью £14. Но затем начался откат по мере роста обеспокоенности перспективами высокотехнологичных компаний. Когда наступили трудные времена, Baltimore не получила особых выгод от пребывания в расчетной базе FT-SE 100, поскольку была одной из самых мелких бумаг в составе этого индекса. Индексные

фонды явно не приобрели сколько-нибудь значительного количества этих акций.

В декабре 2000 года бумага упала до 258 пенсов, что было самым низким уровнем за всю ее историю. К тому времени компания уже не числилась в составе FT-SE 100. Затем бумага пошла вверх на росшем ощущении ее перепроданности и разраставшемся мнении, что акции некоторых высокотехнологичных компаний имеют более хорошие перспективы, чем Интернет-бумаги. Но затем компания выпустила предупреждение по прибыли, и, подтверждая мою теорию "сухих" акций, бумага упала до 61 пенса. В мае цена вновь достигла 92 пенсов и опять пошла вниз после опубликования плохих финансовых показателей.

Рекомендации брокеров: многим бумага все еще нравится, но, по сути, она "сухая".

Факторы настроения: некоторая привязанность.

BP Amoco

BP Amoco – крупнейшая акционерная компания в составе индекса Footsie 100. В течение 12 месяцев до июня 1999 года компания провела две крупных сделки слияния. В августе 1998 года BP поглотила Amoco. Это произошло через несколько месяцев после поглощения Atlantic Richfield – компании стоимостью \$20 млрд., считавшей себя слишком мелкой для успешной конкуренции на мировом нефтяном рынке.

Поглощения отчасти были решением проблем, с которыми нефтяная отрасль столкнулась в 1998 году. Так же как Exxon и Royal Dutch Shell, BP было необходимо найти новые источники нефти. В начале 1990-х годов нефтяные компании "гнались за объемами", но добывать нефть в новых районах, таких как Каспийское море, Мексиканский залив и Западная Африка, было дорогостоящим делом. Брокер ВТ Алекс Браун отмечал, что, хотя добыча нефти увеличилась в 1997 году на 10%, разведанные запасы остались на прежнем уровне, соответствовавшем 12-летнему объему поставок.

Реализация ряда проектов компании BP, таких как Foinaven, задерживалась. Стоимость других работ по разведке месторождений значительно превышала первоначальные оценки. BP также

Глава 9.

столкнулась с проблемами в Колумбии, некогда рассматривавшейся в качестве многообещающего нового нефтеносного района, но превратившейся в проблему из-за действий бандитов, наркобаронов и неэффективного правительства.

Дешевизна нефти в 1998 и начале 1999 года еще более осложнила положение. Цена нефти марки "бrent" колебалась в районе \$10-\$12 за баррель. Расчеты аналитиков Wood Mackenzie показывали, что 24% мировых нефтяных месторождений нуждались в цене в \$15 за баррель для получения 15%-ной прибыли на вложенный капитал.

Затем BP проявила интерес к Амосо и добилась успеха. Слияние обеспечило BP более значительную долю американского рынка и, в конечном итоге, экономию \$2 млрд. после сокращения 10 тысяч рабочих мест. Покупка компании Arco принесла BP более выгодные участки для добычи нефти и газа на Аляске.

В июле 1998 года J.P. Morgan рекомендовала покупать акции BP по текущей на тот момент цене, составлявшей 814 пенсов. Месяц спустя цена опустилась до 790 пенсов. Когда было объявлено о слиянии с Амосо, цена акций консолидировалась на уровне 810 пенсов. Многие брокеры, хотя и не все, позитивно оценивали эту сделку. Merrill Lynch повысила свои рекомендации по BP с уровня "аккумулировать" до уровня "покупать". Flemings в целом ожидала роста акций BP в результате слияния. Но звучали и возражения. Charles Stanley рекомендовала продавать BP на уровне 810 пенсов, а SG Securities занимала настороженную позицию. Особенно резких движений цены не было. Когда в сентябре появилась еще одна позитивная рекомендация, цена бумаги была на уровне 816 пенсов.

Рынок далеко не сразу осознал одно из неявных последствий положения BP Амосо в качестве ведущей акции в составе индекса Footsie 100. Индексным фондам требовались большие пакеты акций BP Амосо. В феврале Killik & Co. рекомендовала покупать акции компании на уровне 872 пенса, поскольку индексные фонды еще не заполнили свои инвестиционные портфели до нужных уровней. Рекомендация Killik противоречила позиции брокерской компании Charles Stanley, которая заявила, что долгосрочные перспективы для акций нефтяных компаний довольно туманны, поскольку цена нефти

могла оставаться в районе \$10-\$12 еще долгое время.

Тот факт, что индексным фондам требовались эти акции, постепенно толкал цену вверх. 13 мая BP Амосо находилась на уровне 1089 пенсов, несмотря на то, что низкая цена нефти марки "брент" все еще вызывала беспокойство. К 21 июня акции находились на уровне 1179 пенсов, поднявшись на 39% с момента слияния с Амосо. Показатель PER в тот момент составлял 54,5. 4 октября по акциям был проведен сплит, и они снова пошли вверх.

Проведя анализ динамики рынка в первой половине 1999 года, команда стратегического планирования компании Salomon Smith Barney высказала мнение, что акции нефтяных компаний в целом показали хороший рост, тогда как рост акций телекоммуникационного сектора, страховых компаний, электронной отрасли и прочих чудо-бумаг 1998 года либо замедлился, либо перешел в снижение. В целом, нефтяной и газовый сектор вырос на 18%. У BP Амосо дела шли лучше, чем в целом по отрасли. Во времена индексных фондов действует правило "большой – значит хороший". В 2000 и начале 2001 года акции компании торговались в диапазоне 550-600 пенсов при показателе PER в основном в районе 16, что было солидным, но не феноменальным уровнем.

Факторы настроения: негативные ассоциации, вызванные проблемами загрязнения окружающей среды, связанными с нефтяной промышленностью.

Показатель энтузиазма: присутствует в определенной мере благодаря позитивному экономическому эффекту слияний.

Barclays Bank

Банковская отрасль радикально изменилась за последние 10 лет в результате закрытия филиалов, роста телефонных банковских услуг и фактического исчезновения банковских менеджеров. Банки получили колоссальную выгоду от технологических перемен. Тем не менее, банки никто не любит.

Клиенты жалуются на некачественное обслуживание, рост тарифов и ошибки. Банки все чаще стараются продать клиентам дополнительные продукты; они играют на том, что банковский менеджер создает у вас ощущение вины, несмотря на то, что в наши

Глава 9.

дни он превратился в голос телефонной трубки. Миллионы людей ощущают остаточную тревогу. Если вы огорчите банковского менеджера – голос в телефонной трубке, то, когда вам в следующий раз придется занимать деньги, этот голос бросит вас на произвол судьбы.

Изучение отношений между банками и их клиентами показывает, что в прошлом банки старались максимально привязать к себе клиентов. Банковский менеджер был патерналистской фигурой. Безусловно, ситуация изменилась, но отношение к проблемам банка Barclays показывает, что некоторые из этих чувств, возможно, остаются в силе. Когда банк столкнулся с проблемами, его акции пострадали больше, чем можно было предположить, исходя из финансовых показателей.

В январе 1998 года, после недавнего назначения генеральным директором Мартина Тэйлора, цена акций банка составляла 1800 пенсов.

Barclays выдал больше кредитов России, чем какой-либо иной банк. Когда в августе 1998 года Россия объявила дефолт по своим долгам, акции Barclays пережили драматическое падение до уровня чуть выше 824 пенсов.

В сущности, сумма зависших кредитов, предоставленных Barclays России, была не столь уж высокой – около £250 млн. Мартин Тэйлор знал, что самым успешным подразделением Barclays был банк, занимавшийся обслуживанием мелкой клиентуры, и поэтому он приказал готовить по двум секторам отдельные отчеты по прибыли, чтобы продемонстрировать успехи в сфере обслуживания мелких клиентов. Убытки в России не слишком повлияли на прибыль, но придали ей в некоторой степени символический вид. Конечно, это дало "медведям" и, возможно, инвесторам, которым окончательно надоели банки, шанс наказать банк, опустив цену его акций.

В течение августа-сентября 1998 года дела у Barclays не особенно улучшились. К концу сентября цена его акций снизилась в районе 900 пенсов.

Затем явная беда помогла вновь подтолкнуть акции вверх. В ноябре Тэйлор внезапно ушел в отставку. Это в целом положительно сказалось на курсе акций. Финансовая пресса в основном отмечала,

что этим он надул своих критиков.

После долгих поисков банк назначил новым генеральным директором Майка О'Нилла. О'Нилла считали одним из самых жестких банкиров в Америке, но в первый же день выхода на работу он ушел в отставку по состоянию здоровья. Врачи предупредили его, что он может умереть, если примет чреватую стрессами должность в Barclays.

Образовавшийся вакуум предоставил инвесторам возможность свободного полета. Ученые мужи утверждали, что Barclays может стать мишенью для поглощения со стороны меньшего по размерам банка, такого как Royal Bank of Scotland. 5 мая 1999 года генеральный директор Royal Bank сэр Джордж Мэтьюсон заявил, что если Великобритания не создаст крупных национальных банков, она оставит дверь открытой для захвата внутреннего рынка европейскими банками. Royal Bank почувствовал уязвимость "империи без короля" (уход одного генерального директора можно считать стратегией, но уход второго предполагает халатность) и теперь "принюхивался" к Barclays.

Звучит забавно, но отсутствие генерального директора поддержало цену акций Barclays. Председатель совета директоров сэр Питер Миддлтон стал исполняющим обязанности генерального директора. К восторгу Сити он планировал сократить 7500 рабочих мест в течение нескольких недель. Крутой менеджмент вошел в моду.

В мае 1999 года акции Barclays достигли максимума на отметке 2052 пенса. К 6 июня акции откатились назад до уровня 1852 пенса. Тем не менее, стоимость акций была вдвое выше их цены во время российского дефолта. Примерно через две недели и по-прежнему без генерального директора акции банка поднялись до 1981 пенса. Salomon Smith Barney повысила рейтинг бумаги с "на уровне рынка" до "лучше рынка", а Dresdner Kleinwort Benson рекомендовала "покупать".

2000 год не внес особых перемен в положение банка, и в январе 2001 года его акции достигли уровня 2100 пенсов. В мае цена находилась на уровне 2227 пенсов.

В 1999 году я заинтересовался тем, действительно ли успехи Barclays объяснялись отсутствием генерального директора. С точки

Глава 9.

зрения теории менеджмента, это кажется бессмысленным, хотя Миддлтон и не позволил банку плыть по течению. Однако, в динамике акций Barclays удивляет резкое падение летом 1998 года. Акции банков имеют один специфический эмоциональный компонент – страх. Именно этот почти панический страх толкал акции вниз. Появление нового гендиректора не оказало резкого влияния на цену акций, поскольку паника уже закончилась!

Факторы настроения: в основном страх в момент угрозы банковского краха и небольшая доза вины/гнева по отношению к ныне невидимому банковскому менеджеру.

Показатель энтузиазма: существенный; любая новая технология означает сокращение персонала и нестабильность положения для служащих банка.

ARM Holdings

ARM Holdings начала свою деятельность в Кембридже под названием Advanced Risc Machines. Слово "Risc" в названии никак не связано с риском; оно расшифровывается как "reduced instruction set computing" (вычислительная техника с сокращенным набором команд). Вначале компания была совместным предприятием британской компьютерной компании Acorn, создавшей компьютер BBC Microprocessor, и американских фирм Apple и VLSI.

Один из основателей Acorn Герман Хаузер хотел сконструировать более дешевые и более эффективные микропроцессоры с сокращенным набором команд. Робин Саксби, являющийся в настоящее время председателем совета директоров компании ARM, полагает, что получил эту работу благодаря тому, что когда во время собеседования ему задали вопрос, может ли он вывести микропроцессоры Acorn на уровень мировых стандартов, он ответил, что если ARM собиралась стать международной компанией, ей надо было обеспечивать свое присутствие на мировом рынке с самого начала.

Саксби решил стать не производителем, а конструктором. Он планировал вывести ARM на мировой рынок через партнерство с другими компаниями, использовавшими интеллектуальную собственность ARM. Компания планировала конструировать

высокопроизводительные дешевые чипы, но не собиралась их производить. Она должна была продавать другим фирмам лицензии на право производства и использования в электронных товарах разработанных ARM микропроцессоров. Клиентами ARM являются компании Hewlett Packard, IBM и Philips, а микрочипы компании можно найти в мобильных телефонах, ноутбуках и карманных компьютерах. ARM любит называть себя "микропроцессорной компанией без микропроцессоров".

С 1994 по 1997 годы, когда компания еще оставалась закрытым акционерным обществом, она добилась впечатляющего роста продаж на 87%.

В 1998 году прибыль компании возросла с £4,5 млн. до £9,4 млн. за счет роста выручки на 59% до £42,3 млн.. Таким образом, в отличие от Amazon, ARM действительно приносила прибыль. Когда компания вышла на биржу в апреле 1998 года, ARM оценивалась в £264 млн.. Ascom владела 24%-ным пакетом акций компании. В июне акции компании котировались по 187 пенсов.

В течение 1998 года курс акций ARM быстро повышался при поддержке ряда брокерских компаний, таких как Killik & Co.

В апреле 1999 года Ascom прекратила самостоятельное существование и исчезла с фондового рынка. После сообщения об этой сделке акции ARM резко пошли вниз, упав до 665 пенсов, но 2 месяца спустя котировки поднялись до 682 пенсов.

24 июня 1999 года ARM объявила о новой сделке по продаже своего нового микрочипа компании Lucent Technologies. Акции ARM выросли до 770 пенсов. Также ходили слухи о сделках с компаниями Motorola и Texas Utilities. Компания вошла в расчетную базу индекса FT-SE 250, а показатель PER достиг 299!

В 2001 году ARM пострадала от падения акций высокотехнологичных компаний и упала с максимума на отметке 965 пенсов до 221 пенса. С тех пор бумага выросла до 390 пенсов и на данный момент уютно устроилась в расчетной базе индекса FT-SE 100.

ARM, безусловно, была своего рода чудо-бумагой, но, в отличие от многих других чудо-бумаг, она принесла инвесторам

Глава 9.

некоторую прибыль. Интересно сравнить ее с British Biotech, стоимость которой на пике популярности составляла £2 млрд.

Факторы настроения: практически нет; по сути, слегка негативные с того момента, как компания оказалась вовлеченной в поглощение Ascom, о которой у многих остались хорошие воспоминания благодаря компьютеру BBC.

Показатель энтузиазма: огромный, поскольку производимые ARM технологии носят инновационный характер, а их глобальная стратегия реально работает.

Выводы: "мокрые" акции, "сухие" акции и новый энтузиазм

Мне думается, что в случае с шестью видами "сухих" акций: BP Amoco, Vodafone, ARM, Amazon.com, Baltimore Technologies и British Biotech существует четкая и совершенно рациональная связь между ожиданиями, порождаемыми технологией, и стоимостью акций. Показатели PER у этих бумаг могут достигать феноменальных уровней, поскольку, как произошло в четырех из рассмотренных выше примеров, они открывают рынки с огромными потенциалами. Единственной "мокрой" акцией в моем списке, сравнимой с ними, является Body Shop, у которой до сих пор сохраняется высокий показатель PER. Однако, если возникают проблемы, такие акции падают быстро и без всяких остановок.

Шесть "мокрых" акций, с которыми связаны более сильные эмоциональные ассоциации (Sainsbury, Marks & Spencer, Body Shop, Allied Carpets, Laura Ashley и Manchester United), вызывают сильные чувства и привязанности, как сознательные, так и подсознательные. Я бы сказал, что мой анализ как цен акций, так и рекомендаций брокеров, показывает, что "настроение" в данном случае включает значительный элемент привязанности к этим компаниям. Они пользуются эмоциональной поддержкой, которая способна перевешивать финансовые реалии.

Manchester United в данном случае является исключением, поскольку показатель PER у этой бумаги гораздо ниже, чем у других

значительно менее успешных футбольных клубов. Однако, если бы я анализировал Newcastle United или Sunderland, то обнаружил бы ситуацию, похожую на другие "мокрые" акции, у которых показатели PER держатся на высоких уровнях, несмотря на отнюдь не блестящие финансовые результаты.

Акции Barclays Bank — не "мокрые" и не "сухие", просто потому, что миллионы людей имеют опыт общения с банками (как и с моей условной компанией Middlesex Railways), и, тем не менее, банковские отделы, работающие с мелкими клиентами, активно используют новые технологии.

Я полагаю, что инвесторам перед покупкой любой акции стоит задуматься о ее психологии, и в особенности проверить, не получается ли так, что они постоянно думают о продаже, но никак не могут заставить себя сделать это. Каждый раз возникает определенное сопротивление.

В заключение мне хотелось бы добавить еще один момент.

Рекомендации брокеров и принципы использования рейтинговых шкал

Одна из проблем итоговой оценки ожиданий заключается в том, что, пожалуй, каждая брокерская компания излагает свои рекомендации по-своему. Многие следуют правилу пятибалльной шкалы, широко используемой в психометрическом тестировании для определения отношений и чувств:

- "покупать";
- "можно покупать";
- "держаться";
- "можно продавать";
- "продавать".

Иногда вместо "можно покупать" используется словосочетание "подходящая цена".

Пятибалльная шкала имеет свои недостатки, поскольку она является несколько грубой. Некоторые брокерские компании

Глава 9.

используют для расстановки акцентов другие оценки, такие как:

- "аккумулировать";
- "достаточно высокий уровень";
- "активно покупать".

Однако какой-либо стандарт отсутствует, что сильно затрудняет сопоставление показателей, дающих адекватную числовую оценку отношения к той или иной акции.

Психологи полагают, что для оценки интенсивности чувств и отношений лучше использовать 7-балльную или 9-балльную шкалу. (Я понимаю, что и сам не всегда следовал этому совету.)

В применении к рекомендациям по акциям такая 9-балльная шкала могла бы быть следующей:

- "активно покупать";
- "покупать";
- "аккумулировать";
- "можно покупать";
- "держаться";
- "достаточно высокий уровень";
- "подумать о продаже";
- "можно продавать";
- "продавать".

Если бы брокерские компании согласились использовать для своих рекомендаций подобную 9-балльную шкалу, это позволило бы получить значительно более информативные экономические и психологические данные об акциях. Разбирающиеся в математике сотрудники у них есть, поэтому в этом нет ничего невозможного.

Глава 10. Честность, жульничество и коэффициент финансового интеллекта

Подобрать последние мудрые слова никогда не было легким делом. На протяжении всей книги я доказывал, что было бы упрощением считать психологию рынка всего лишь продуктом алчности, страха и стадного инстинкта. Рынок – значительно более сложный зверь. Брокеры – и, пожалуй, особенно британские – любят цитировать эту формулу, поскольку многие из них вышли из среды и культуры, в которой к психологии относятся с подозрением, а психоанализ считается уделом слизняков. Я приводил случаи эксцентричного, а иногда и ненормального поведения в финансовом сообществе. Наиболее наглядными примерами такого поведения являются широко освещавшееся в прессе дело Питера Янга (брокера, обвинявшегося в мошенничестве и появившегося в суде в женской одежде) и случай в фирме Turnell & Tokyo, руководители которой заставляли одного из своих брокеров носить форму надсиста. Этот брокер был евреем. Фирма доказывала, что это было шуткой, зашедшей слишком далеко, но всего лишь шуткой. Иным способом они развеселиться не могли. Многие женщины, работающие в Сити, тоже неоднократно жаловались на сексуальные домогательства. Одним из объяснений всех этих случаев может быть стресс, симптомы которого проявляются у брокеров и других людей в условиях экстремальных нагрузок.

Но у инвесторов они вызывают вопрос: "А не являются ли эти случаи только верхушкой айсберга, и следует ли нам доверять свои деньги людям в таком состоянии стресса?"

Хотя я ставил перед собой цель исследовать психологию рынка, некоторые результаты оказались для меня неожиданными, а некоторые откровенно психологическими. Во-первых, стало

Глава 10.

абсолютно ясно, что ценные бумаги не являются просто неодушевленными предметами или сертификатами, поскольку мы придаем им эмоциональную оценку. Во-вторых, подсознательные факторы и восприятие, похоже, влияют на наше финансовое поведение. Я не фрейдист, но меня поражает сила его анализа жаргона, относящегося к деньгам и акциям.

Но наиболее удивителен, пожалуй, тот факт, что сильные эмоциональные ассоциации, вызываемые некоторыми акциями (см. отличительные особенности "мокрых" и "сухих" акций, показанные в главе 9), находят отражение в показателях коэффициента цена/прибыль (PER), который является результатом трезвой оценки. А "влажность" акций, похоже, влияет на их динамику.

В начале 2001 года рынок был более "медвежьим", чем в любой период с 1987 г. Понимание отличительных особенностей "мокрых" и "сухих" акций может оказаться очень полезным в таких рыночных условиях, особенно когда у "молодых" (по определению Хью Прнстли и Эндрю Смитерса) брокеров отсутствует опыт "медвежьих" рынков. В этом контексте ощущение степени "влажности" акций может оказаться очень полезным.

Когда я закончил эту книгу, акции Marks & Spencer подскочили вверх. Приход на работу в компанию специалиста по дизайну Джорджа Дэвиса, основавшего компанию Next, вызвал в начале 2001 года скачок бумаги на 10%. 3 февраля 2001 года показатель PER составлял 29,2, а сами акции M&S котировались на уровне 240 пенсов. Это всего на 10 пенсов ниже уровня, на котором они были 8 декабря 1999 г. Несмотря на очень неудачный год и катастрофические результаты рождественского торгового сезона, малейший проблеск надежды привел к резкому росту в высшей степени "мокрой" бумаги.

Я также сделал для себя еще три вывода. Во-первых, почти никто из аналитиков не говорил о росте этических соображений при инвестировании, что является интересным вопросом, поскольку многие люди стремятся к хорошим вложениям, но в то же время не хотят, чтобы их сбережения шли на финансирование определенных компаний. Во-вторых, многие консультанты по вопросам управления будут удивлены относительно узкими критериями, используемыми финансовыми аналитиками для оценки компаний. Похоже, можно

Честность, жульничество и коэффициент финансового интеллектв

сделать вывод, что их не особенно беспокоит моральное состояние персонала компании и мнение потребителей об этой компании. Для них главное практический результат. Исключения есть. Хорошо известная брокерская фирма Schröders начала в 2001 году рекламную кампанию, в которой подчеркивалось, что помимо итоговой строки счета прибылей и убытков в отчете компании, они также уделяют *внимание* ее персоналу. Весь тон этой рекламной кампании имел целью убедить инвестора, что трезвомыслящие сотрудники Schröders владеют особой информацией. Сотрудники фирмы нанесли более двух тысяч визитов в различные компании. В действительности большинство таких презентаций доступно всем аналитикам, работающим в Сити, поэтому команде Schröders вряд ли удалось увидеть что-либо, скрытое от других.

И третий вывод – это растущая проблема жульничества, которой, возможно, уделяется не столь большое внимание, какого она заслуживает. Для прессы финансовая реклама является очень прибыльным делом. Я не утверждаю, что это оказывает влияние на содержание публикуемых материалов, или что газеты и журналы замалчивают некоторые факты. Однако, практически вся финансовая пресса пронизана идеей целесообразности инвестирования. Людям необходимо откладывать деньги (в особенности на старость), и они должны что-то делать с отложенными деньгами. По существу, финансовые рубрики утверждают, что выбор, в зависимости от вашего вкуса, ограничивается лишь акциями, паевыми инвестиционными фондами и пенсионными схемами, привязанными к акциям.

А тем временем, в последние несколько лет мошенничество и жульничество в управлении финансами разрослись до невиданных ранее масштабов, в результате чего как всегда обманутыми и ограбленными оказались бедные и алчные простофили. В этой книге я приводил такие примеры, как история Хью Ивза и судебные разбирательства в отношении Питера Янга, колонки "Городские пиджоны" и могучего фонда Equitable Life. Теперь в Соединенных Штатах появились обвинения, что в обмен на взятки некоторые инвесторы получали приоритет при первичном размещении на рынке новых выпусков. Все это только увеличивает мою уверенность, что инвесторы могут использовать психологию в ее наиболее

Глава 10.

традиционном предназначении — для наращивания своих возможностей и воспрепятствования экспертам внушать благоговейный страх. Профессионалы Сити должны делать больше, а не просто провозглашать: "Мы понимаем в деньгах, а вы нет. Поэтому отдайте ваши наличные нам".

В действительности мои беседы с профессионалами рынка показывают, насколько разные у них подходы к инвестированию. Об успехах рассказывают почти все, а о провалах лишь немногие, и это вполне понятная позиция для бизнеса, в котором эксперты вынуждены продавать свои услуги. Но инвесторы должны осознавать, что у брокеров нет ответов на все вопросы. Для любого инвестора очень важно чувствовать уверенность при контакте с брокерами и уметь задавать им трудные вопросы. Одним из способов достижения такой уверенности является хорошая информированность и понимание уровня своего собственного финансового интеллекта.

И мы вправе спросить, с какой стати инвесторы должны безгранично доверять профессионалам Сити, когда средние показатели их управления нашими средствами столь слабы? Только Хью Пристли из компании Rathbone решился противостоять следующему вопросу, столь трудному для брокеров, трейдеров и аналитиков. Почему у них такие слабые результаты? Несмотря на огромное количество фактов, Пристли продолжал доказывать, что при активном управлении все же возможно добиться лучших результатов, чем у индексных фондов. Поэтому, прежде чем поверить в блистательный послужной список брокера, расспросите его очень тщательно.

Я хочу ненадолго вернуться к работе Хилтона (Hilton, 1998). Он утверждает, что Сити следует хорошенько изучить психологию, чтобы научиться подвдвать себя на рынке. Институциональные инвесторы должны больше анализировать, как они предлагают свои услуги и продукты. Одна из тем, особо затронутых в работе Хилтона, касается риска и выгоды. Хилтон обращает внимание на тот факт, что инвесторов, похоже, стали очень привлекать инвестиционные предложения, ограничивающие убытки, а в действительности, лишь создающие такое впечатление. Однако, мой личный опыт ознакомления с финансовой рекламой показывает, что, как и прежде,

Честность, жульничество и коэффициент финансового интеллекта

внимание следует уделять мелкому шрифту и тарифам. Финансовые организации не будут гарантировать инвесторам ограничение потерь, если не смогут на этом заработать. Лидеров по убыткам в Сити не существует.

Не позволяйте мне заставлять вас инвестировать...

Последние обвалы рынка, которых было больше, чем в 1990-х годах, показали инвесторам со всей очевидностью, что акции могут не только расти, но и падать. А как обыгрывали эти события пресса и финансовые аналитики в конце 2000 года?

Сначала цифры. В 2000 году индекс NASDAQ упал на 39,3% и завершил год на 54% ниже своей вершины. Однако, это не заставило большинство аналитиков и комментаторов сделать паузу или устыдиться. Например, в начале января 2001 года *International Herald Tribune* (8 января 2001 г.) собрала оценки ведущих американских аналитиков. Пессимизм испытывали немногие. Прозорливый инвестор не позволит депрессии зайти слишком далеко, обнадеживающе мурлыкали аналитики. Я выбрал два типичных комментария. Брокерская компания Stolper & Co из Сан-Диего признавала, что рынок упал и технологические бумаги больше не являются мгновенным способом разбогатеть, но "большая часть боли осталась позади". Компания Ivy Management утверждала, что "выход из рынка в настоящий момент будет ужасной ошибкой". Некоторые аналитики высказывали мнение, что происходившее на рынке было не зарождением нового рынка "медведей" (во время краха Уолл-Стрит 1929 года рынок обвалился с вершины менее чем на 50%), но скорее более обнадеживающим процессом "коррекции" рынка.

Заголовок в *International Herald Tribune* советовал аналитикам освежить в памяти здравые принципы Бенджамина Грэма. "Лопнувший технологический пузырь учит инвесторов искать справедливую цену", – гласил заголовок, но в действительности цена не отвечала ни одному из общеупотребительных значений этого слова. Аналитики уверенно ответили газете, что толковый инвестор не должен быть пораженцем. Источником их мудрости, похоже, был принцип: подчеркивай позитивные моменты и избегай негатива.

Глава 10.

Доверьтесь нам, и хорошие времена скоро вернутся.

В статье на аналогичную тему газета *USA Today* отмечала в начале января, что акции 11 из 50 компаний, входящих в ее индекс E-Consumer Internet, торгуются ниже \$2 за акцию. Все эти компании парили очень высоко, но оказалось, что заработать денег они так и не смогли. Тем не менее, Марк Андерсен, соучредитель компании Netscape, заявил *USA Today*, что "несмотря на медвежий рынок и продолжающуюся бойню, эти времена войдут в историю как период становления величайших Интернет-компаний". Примерно через три недели компания Amazon действительно отчиталась о более высоких результатах, чем ожидали аналитики, но в Великобритании количество банкротств достигло самого высокого уровня с 1975 года, а брокерская компания Charles Schwab в приказном порядке отправляла своих сотрудников в дополнительные неоплачиваемые отпуска, чтобы не прибегать к увольнениям.

Признавать финансовые неудачи в 2000 и начале 2001 года было трудно не только финансовым организациям. Дэвид Стивенсон ведет колонку, в которой подробно описывает свой опыт, полученный во время членства в инвестиционном клубе. Он признает, что в январе 2001 года в портфеле его клуба было довольно много бумаг, упавших в цене на 60%. Однако, он также хвалится тем, что у них не было ни одной бумаги, упавшей на 99%. Далее он пишет о складывавшемся в то время ощущении, что многие бумаги уже достигли дна. Новой стратегией клуба стал поиск акций технологических компаний, упавших слишком низко. Одной из понравившихся им в то время бумаг была New Media Spark, по которой они уже сидели в убытке. Тем не менее, они решили, что надо купить еще, поскольку цена была очень-очень низкой. Не было никакого смысла держать в наличных 40% капитала клуба. (В сущности, если бы клуб не был так зафиксирован на акциях, а купил евро или французские франки, за период с конца ноября 2000 года по февраль 2001 года он получил бы прибыль около 12%). Вот уж действительно подчеркивание позитивных моментов.

Интересный пассаж в сторону подобного поведения по принципу "не поддавайся унынию" прозвучал в рассказе Пола Киллика из фирмы Killik & Co. Сначала он заявил, что инвесторы были сбиты с толка, а затем сказал, что консервативный совет переводить средства в безопасные бумаги, такие как акции банков и

Честность, жульничество и неэффективный финансовый интеллект

домостроительных компаний, был ошибкой. Эти бумаги на тот момент уже были переоценены. Как и Дэвид Стивенсон, Киллик предполагал, что еще есть акции, которые пока дешевы.

На фоне чудовищного падения NASDAQ, не говоря уже о разрастающихся опасениях, связанных с замедлением роста рынка мобильных телефонов и проблем высокочастотного излучения, подобное мнение представляется настоящим проявлением оптимизма. Среди бумаг, пользовавшихся благосклонностью фирмы Killik в 2000 году, были акции Eidos, Money Channel и Kingston Communication. Я не имею целью мимоходом сделать упомянутые брокерские фирмы объектами для критики, поскольку практически ни одна брокерская компания не занимала в то время позиции катастрофического пессимизма и не избавилась от ценных бумаг, как это сделал Уоррен Баффетт перед началом "медвежьего" рынка 1973/74 гг. (А в этот раз даже Баффетт не вышел из рынка). Но длительный "бычий" рынок 1990-х годов сделал оптимизм привычкой, почти рефлексом, от которого избавиться было трудно.

Призыв "Покупатель, будь осторожен" остается хорошим девизом при операциях на фондовом рынке.

Я уже подчеркивал, что эта книга не содержит подсказок по акциям. Однако, думаю, мне удалось показать, что для инвестора важно понимать себя и свое отношение к риску, чтобы обращаться со своими деньгами, опираясь на этот самоанализ и разум. Чувство комфорта крайне необходимо. Именно поэтому читателям необходимо обратить внимание на свои итоговые результаты тестов по отношению к информации и риску на страницах 128 и 195. Не мешает и осведомленность о когнитивном диссонансе, что поможет вполне осознанно отыскивать информацию, которая может расходиться с вашими интуитивными предчувствиями и доминирующими представлениями об акциях. Все это также подразумевает неизбежные усилия по овладению математикой, необходимой для анализа акций, а также для того, чтобы не стать жертвой информационной перегрузки или изнеможения.

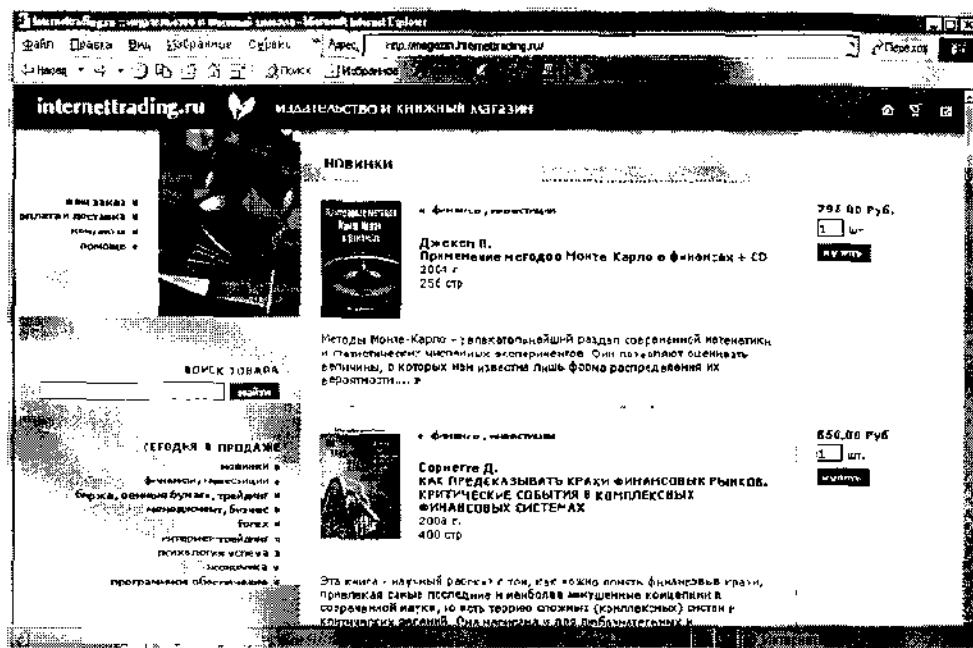
Столкнувшись с информационной перегрузкой, не жалуйтесь и не пытайтесь избежать ее, а просто примите это как возникшую проблему. Затем начните подбирать отвечающие вашим целям

Глава 10.

способы и стратегии ведения биржевых операций, позволяющие пропускать неприятную или беспокоящую вас информацию. Вы способны решить – и решить окончательно – вызванные этой причиной проблемы.

И последнее. Не забывайте, что у вас есть выбор. Никогда не поддавайтесь ощущению, что вам нужно сделать это немедленно. Если история финансовых рынков чему и учит, так это тому, что возможности сделать деньги на рынке есть постоянно и в любой день недели без исключения. Инвестируйте в соответствии с вашим собственным ритмом и выбором времени.

Лучший выбор деловой, финансово-экономической и трейдинговой литературы читатель может найти в Интернет-магазине издательства "Интернет-трейдинг"



Только действительно полезные книги на

<http://magazin.internettrading.ru>

стоимость доставки и налоги включены
доставка курьером по Москве в пределах МКАД
в день заказа или на следующий день

Формы оплаты:

Наличными -- Денежный перевод через любой банк: для
физических лиц -- Безналичный расчет: для юридических лиц --

Webmoney

тел./факс. (095) 748-36-07

email: sales@internettrading.ru

Давид Кохен

Психология фондового рынка: страх, алчность и паника.

Перевод М. Майоров

Литературный редактор В. Нестерова

Корректор С. Луцкеикова

Дизайн обложки А. Грачева

Верстка И. Захаров

Формат 60х90/16

Издательство "Интернет-трейдинг"

тел./факс 748-3607

Интернет-магазин:

<http://magazin.internettrading.ru>